


ГАЗПРОМБАНК

Облигации ОАО «ФСК ЕЭС»: энергетика с высокой добавленной стоимостью

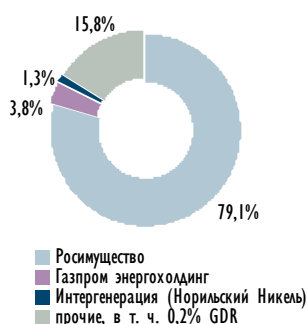
ОАО «ФСК ЕЭС» - 06

Эмитент	ОАО «ФСК ЕЭС»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	BBB / Baa2 / –
Объем, млрд руб.	10,0
Оферта	3 года
Срок обращения	10 лет
Организаторы	Газпромбанк, ВТБ Капитал

ОАО «ФСК ЕЭС» - 07

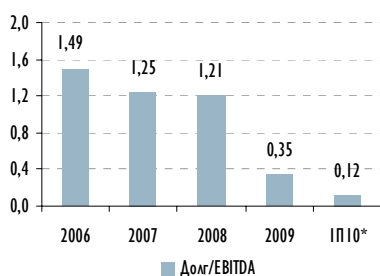
Эмитент	ОАО «ФСК ЕЭС»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	BBB / Baa2 / –
Объем, млрд руб.	5,0
Оферта	5 лет
Срок обращения	10 лет
Организаторы	Газпромбанк, ВТБ Капитал

Структура акционеров ОАО «ФСК ЕЭС»



Источник: Газпромбанк, данные компании

Группа «ФСК ЕЭС»: динамика показателя «Долг/ЕБИТДА» по МСФО



*по данным РСБУ отчетности для ОАО «ФСК ЕЭС»
Источник: данные компании, расчеты Газпромбанк

Вчера, 13 сентября, Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы открыла книгу на размещение двух выпусков 10-летних рублевых облигаций совокупным объемом 15,0 млрд руб. По облигациям серии 06 (размер эмиссии 10,0 млрд руб.) предусмотрена оферта через 3 года по номиналу, а по облигациям серии 07 (5,0 млрд руб.) – через 5 лет. Закрытие книги запланировано на 23 сентября.

Мы полагаем, что новое предложение от ОАО «ФСК ЕЭС» вызовет существенный интерес со стороны инвесторов, учитывая высокое кредитное качество эмитента, подтвержденное инвестиционными рейтингами от двух международных агентств, а также относительную «редкость» данного риска (последний раз ОАО «ФСК ЕЭС» привлекало средства на рынке в 2006 г.).

Знакомый эмитент из «высшей лиги». ОАО «ФСК ЕЭС» – официальный правопреемник ОАО РАО «ЕЭС России», крупнейшая государственная энергетическая компания, управляющая Единой национальной электрической сетью (ЕНЭС). Компания функционирует в отрасли, для которой традиционно характерен достаточно низкий уровень бизнес-рисков, и генерирует стабильный денежный поток от основной деятельности.

Сегодня перед ОАО «ФСК ЕЭС» стоит стратегическая задача реализации масштабной инвестиционной программы в объеме около 954 млрд руб. в течение ближайших 5 лет, выполнение которой обеспечит надежное функционирование электрических сетей, а также интенсивное развитие энергетической отрасли России в целом.

Необходимо отметить, что компания имеет положительную историю на долгом рынке: в 2004 – 2006 гг. было размещено 5 выпусков облигаций (из которых сейчас в обращении остается один – ФСК-4 на 6 млрд руб.).

В 2007 – 2009 гг. инвестиционная программа ОАО «ФСК ЕЭС» в основном финансировалась за счет вливаний в капитал и средств, полученных в ходе финальной фазы реформы РАО ЕЭС. В результате компании удалось сократить долговую нагрузку с 1,49х в терминах Долг/ЕБИТДА в 2006 г. до 0,35х по итогам 2009 г. (при этом чистый долг ОАО «ФСК ЕЭС» в 2008 г. перешел в отрицательную зону).

Отметим, что даже с учетом предстоящих в ближайшем будущем масштабных инвестиций, по прогнозам менеджмента компании, в среднесрочной перспективе ОАО «ФСК ЕЭС» сохранит умеренный уровень левериджа (ниже 2,0х Долг/ЕБИТДА в течение ближайших 5 лет).

Обратим внимание на несколько моментов, которые, наравне с монопольным «квазигосударственным» статусом компании и хорошей историей финансовых показателей, на наш взгляд, имеют ключевое значение для долговых инвесторов.

RAV регулирование – залог роста денежных потоков в ближайшие 3 года. С 2010 г. ОАО «ФСК ЕЭС» перешло на новую систему тарифного регулирования по принципу Regulatory Asset Base (RAV). Основные детали были озвучены в конце прошлого года – исходя из одобренных ФСТ параметров (величины базы активов и принятых норм доходности на новый и существующий капитал), ОАО «ФСК ЕЭС» зафиксировало для себя внушительный рост тарифа на передачу на трехлетний период. В частности, в 2010 г. рост тарифа достиг 49,2% г/г, в 2011 и 2012 гг. он должен составить еще соответственно 32,9% и 24,7%. На фоне повышения тарифа средний темп роста выручки в течение трехлетнего «переходного» периода должен превысить 20%.

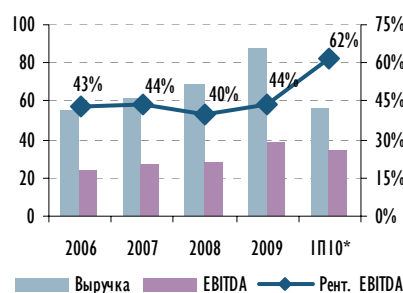


История изменения кредитных рейтингов ОАО «ФСК ЭЭС»

Moody's		S&P	
февраль 2006 г.	Vaa2 предв.	ноябрь 2004 г.	B+
апрель 2007 г.	Vaa2	февраль 2007 г.	BB+
		март 2008 г.	BBB

Источник: Moody's, S&P

Группа «ФСК ЭЭС»: динамика выручки и ЕБИТДА по МСФО, млрд руб.



* по данным РСБУ отчетности для ОАО «ФСК ЭЭС»

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Негативный сценарий пересмотра уже принятых параметров RAB не находит подтверждения в проектах тарифных решений ФСТ

Объем инвестпрограммы на 2010 – 2014 гг. предполагает рост левериджа...

Тарифы ОАО «ФСК ЭЭС» на период 2010 – 2014 гг.*

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Тариф, тыс. руб. / МВт в мес.	86,8	115,3	143,8	179,6	210,2
Темп роста, %	49%	33%	25%	25%	17%

* для 2010-2012 гг. указаны утвержденные значения тарифа, для 2013-2014 гг. – прогнозные
Источник: данные компании, прогнозы ГПБ

Прогноз финансовых показателей ОАО «ФСК ЭЭС» на 2010 – 2014 гг.*

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка, млрд руб.	93,8	124,6	155,4	194,1	227,2
ЕБИТДА, млрд руб.	62,0	88,8	116,2	151,8	182,3
Рентабельность ЕБИТДА, %	66,1%	71,3%	74,8%	78,2%	80,2%

* указан объем выручки за передачу электроэнергии без учета потерь и соответствующий показатель ЕБИТДА
Источник: данные компании

Следующий этап – переход на пятилетний тарифный период. В целом принятые тарифные решения, на наш взгляд, были довольно благоприятными для компании – регулирующие органы показали готовность пойти навстречу ОАО «ФСК ЭЭС» в вопросе предоставления средств для финансирования масштабной инвестиционной программы. Следующим шагом должно стать утверждение параметров RAB на долгосрочный период – 5 лет, что должно обеспечить еще большую прогнозируемость денежных потоков. Изначально предполагалось, что пятилетний период начнет действовать с 2013 г., однако в настоящий момент регулирующие органы рассматривают возможность более раннего перехода на новые сроки регулирования.

Регулятивные риски. Не принятые пока параметры RAB на долгосрочный период и зависимость от тарифных решений регулирующих органов являются факторами риска для компании. В частности, в июне 2010 г. официальные лица (в частности, глава Минэкономразвития) говорили о возможном сокращении темпа роста RAB-тарифа для ОАО «ФСК ЭЭС» в 2011 году с 33% до 15% в результате перехода на долгосрочный период регулирования, и, одновременно, пересмотра уже утвержденных параметров RAB. Стоит отметить, что подобный сценарий пока не нашел подтверждения в проектах тарифных решений ФСТ.

В частности, в опубликованном 25 августа на сайте ФСТ документе (<http://www.fstrf.ru/about/activity/projectsnorm/364>) предполагается возможность увеличить первый период регулирования на два года и установить норму возврата на «новый» инвестированный капитал на 4-й, 5-й годы на уровне 10%, что ниже, чем на первые 3 года (11%), но при этом документ не отменяет принятых ранее параметров RAB. Менеджмент ОАО «ФСК ЭЭС» отмечает, что тарифные решения в долгосрочной перспективе будут синхронизированы с темпами инвестиционных затрат компании, что обеспечит приемлемый для нее баланс собственных и заемных источников.

Инвестиционная программа: внушительный объем, но леверидж должен остаться умеренным. ОАО «ФСК ЭЭС» традиционно осуществляет масштабный объем инвестиций: последние 5 лет компания ежегодно направляла на капитальные вложения сумму, в среднем более чем вдвое превышающую годовую ЕБИТДА; при этом основными источниками финансирования выступали собственные и бюджетные средства.

Несмотря на внушительный объем инвестиционной программы на ближайшие 5 лет, у компании есть существенный запас прочности: по данным отчетности по МСФО, чистый долг Группы «ФСК ЭЭС» на конец прошлого года (за вычетом краткосрочных банковских векселей – главным образом, векселей ВТБ на 45 млрд руб. с погашением в 2010 г.) был отрицательным (-79 млрд руб.).



Инвестпрограмма ОАО «ФСК ЕЭС» на 2010 – 2014 гг. и источники финансирования, млрд руб.

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Инвестиционная программа	171,0	190,3	195,3	198,0	200,0
в т. ч. тарифные источники	52,4	68,4	85,6	109,5	130,9
собственные средства*	81,4	27,7	26,4	31,1	31,4
заемные средства	37,2	94,2	83,2	57,3	37,7
Долг	50,2	144,4	227,6	284,9	322,6
Долг / EBITDA, х	0,8	1,6	2,0	1,9	1,8

* в том числе НДС, бюджет, плата за техприсоединение
Источник: данные компании

...но у компании есть существенный запас прочности в плане увеличения кредитного плеча

Текущая рыночная стоимость торгуемых непрофильных активов ОАО «ФСК ЕЭС», по нашей оценке, составляет 103 млрд руб.

Учитывая текущие планы компании относительно источников финансирования инвестиционной программы, долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА до конца 2014 г., по данным компании, не должна выйти за границы отметки в 2,0х.

Отметим, что инвестиционная программа ОАО «ФСК ЕЭС» на 5 лет в данный момент согласовывается в Минэнерго и ее объем будет установлен в соответствии с долгосрочными параметрами RAB-регулирования.

Потенциальный источник средств на инвестиции – реализация «непрофильных» активов. В результате реформы РАО ЕЭС, на баланс ОАО «ФСК ЕЭС» как прямого наследника энергетического холдинга попали доли в различных генерирующих активах, в том числе крупные пакеты в ОГК-1 (43,1%), Волжской ТГК (31,6%), ТГК-6 (24,7%), ТГК-11 (27,5%), Башкирэнерго (21,3%) и прочих. По состоянию на конец прошлого года объем вложений в акции, согласно отчетности по МСФО (вложения в зависимые общества и вложения, имеющиеся в наличии для продажи), составлял порядка 93,7 млрд руб. Рыночная стоимость торгуемых непрофильных активов по текущим котировкам, по нашим оценкам, составляет около 103 млрд руб. Насколько мы понимаем, ОАО «ФСК ЕЭС» всегда планировала избавляться от непрофильных активов, в то же время пока удавалось реализовать только незначительную часть.



Основные финансовые показатели Группы «ФСК ЕЭС» по МСФО, 2005 – 1П10 гг., млн руб.

	2005	2006	2007	2008	1П09	2009	1П10*
Выручка	37 757	55 340	61 087	69 251	42 247	87 580	55 925
ЕБИТДА	21 013	23 906	26 679	27 690	21 276	38 261	34 408
Процентные расходы	-1 254	-1 985	-3 465	-7 119	-1 305	-1 484	-491
Операционный денежный поток	17 214	20 738	23 999	19 820	15 445	32 455	-
Капитальные вложения	-25 201	-29 308	-69 326	-115 198	-44 180	-90 079	-
Капитальные вложения/ЕБИТДА	1,2	1,2	2,6	4,2	2,1	2,4	-
Инвестиционный денежный поток	-28 242	-32 620	-73 163	-110 390	-9 007	-32 473	-
Свободный денежный поток*	-7 987	-8 570	-45 327	-95 378	-28 735	-57 624	-
Долг	20 272	35 700	33 427	33 529	18 528	13 545	6 466
в т. ч. краткосрочный долг	860	10 255	33 427	16 211	12 528	7 545	466
в т. ч. долгосрочный долг	19 412	25 445	0	17 318	6 000	6 000	6 000
Денежные средства и депозиты	1 741	5 971	18 625	18 071	38 897	43 886	12 044
Краткосрочные векселя	0	0	2 969	57 251	45 955	48 681	42 016**
Чистый долг	18 531	29 729	11 833	-41 793	-66 324	-79 022	-47 594
Собственный капитал	167 153	162 145	282 926	592 063	612 584	801 548	718 563
Активы	205 436	259 398	424 925	697 741	739 836	976 424	757 172
Ключевые показатели							
Рентабельность ЕБИТДА	56%	43%	44%	40%	50%	44%	62%
Долг/ЕБИТДА	0,96	1,49	1,25	1,21	0,44	0,35	0,12
Чистый долг/ЕБИТДА	0,88	1,24	0,44	отр.	отр.	отр.	отр.
ЕБИТДА/Процентные расходы	17	12	8	4	16	26	70

* использованы данные отчетности по РСБУ для ОАО «ФСК ЕЭС»

** указывается величина краткосрочных финансовых вложений

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмкин, CFA
+7 (495) 980 43 10
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17
Павел Пикулев

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихамедов
+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82

Трейддинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11

Евгений Терещенко
+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Трейддинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11

Андрей Чичерин
директор
+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками («Газпромбанк») (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.