

ФСК – тестирует рынок

Ключевые моменты

- ОАО «ФСК ЭЭС» (далее ФСК) – российский монополист в области передачи электроэнергии. Территория ее покрытия охватывает большую часть России, за исключением ряда регионов Восточной Сибири.
- Основным акционером ФСК является государство, владеющее 79,48% акций компании, что дает компании статус квазисуверенного заемщика с кредитным рейтингом от международных агентств всего на 1 ступень ниже суверенного.
- Отрасль электроэнергетики практически не подвержена влиянию экономических условий, что вместе с ежегодной индексацией тарифов на передачу э/э гарантирует ФСК стабильный рост выручки.
- Текущее финансовое положение ФСК не вызывает опасений благодаря стабильному росту выручки, увеличению маржинальности бизнеса после перехода на тарифицирование по методу RAB (рентабельность по EBITDA выросла с 34,7% в 2009 г. до 60,1% в 1 пол. 2010 г.) и низкой долговой нагрузке (Долг/EBITDA по итогам 1 пол. 2011 г. составил 0,79).
- Долговая нагрузка ФСК в ближайшие годы может вырасти из-за необходимости финансировать масштабную инвестпрограмму, предполагающую вложение до 200 млрд руб. ежегодно на протяжении ближайших 4-х лет. При этом предельный показатель долговой нагрузки, установленный советом директоров компании, – 2,5 по коэффициенту Долг/EBITDA, что является комфортным уровнем.
- ФСТ рассматривает возможность заморозить рост тарифа для ФСК до середины 2012 г. и снизить темпы его роста с запланированных ранее 26,3% до 20%, что может привести к пересмотру инвестпрограммы эмитента или дополнительному увеличению заимствований.
- Предложение ФСК видится нам интересным, учитывая сильный кредитный профиль эмитента и недостаток первичного предложения в последние месяцы. При этом мы не исключаем понижения ориентира купона и считаем интересным участие в размещении при ставке купона не ниже 8,4% годовых, что соответствует доходности в 8,6% годовых.

Основные показатели

Финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

МСФО, млрд руб.	07.2010	Изм. %	07.2011
Активы	990,97	8,72	1 077,39
Основные средства	776,97	16,77	907,30
Денежные средства	15,29	7,68	16,47
Собственный капитал	858,38	3,47	888,14
Финансовый долг	6,60	784,48	58,37
Выручка	101,90	25,60	127,98
EBITDA	41,17	79,68	73,98
Проценты уплаченные	-1,14	209,13	-3,52
Чистая прибыль	18,85	78,74	33,69
Рентабельность EBITDA	0,40		0,58
Чистая рентабельность	0,18		0,26
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	0,16		0,79
EBITDA/Проценты	36,15		21,01
Обор. ср-ва/СК	0,61		0,26
Финансовый долг/активы	0,01		0,05
Доля краткосрочного долга	0,04		0,05

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Параметры займа

Тип займа	Классический
Серия	15
Сумма займа	10 млрд руб.
Способ размещения	Книга
Дата закрытия книги	24.10.2011
Дата размещения	27.10.2011
Оферта	3 года
Срок обращения	12 лет
Купонный период	6 мес.
Ставка купона	8,75-9%
УТР	8,94-9,2%
Дюрация	2,7 лет
Рейтинг	Baa2/BBB/-



Позиционирование займа

В настоящий момент проходит сбор заявок на облигации ФСК серии 15 на сумму 10 млрд руб. Срок обращения выпуска составит 12 лет, но по нему предусмотрена оферта через 3 года. Ориентир ставки купона в настоящий момент установлен на уровне 8,75-9% годовых, что соответствует эффективной доходности к оферте 8,94-9,2% годовых и дюрации 2,7 лет.

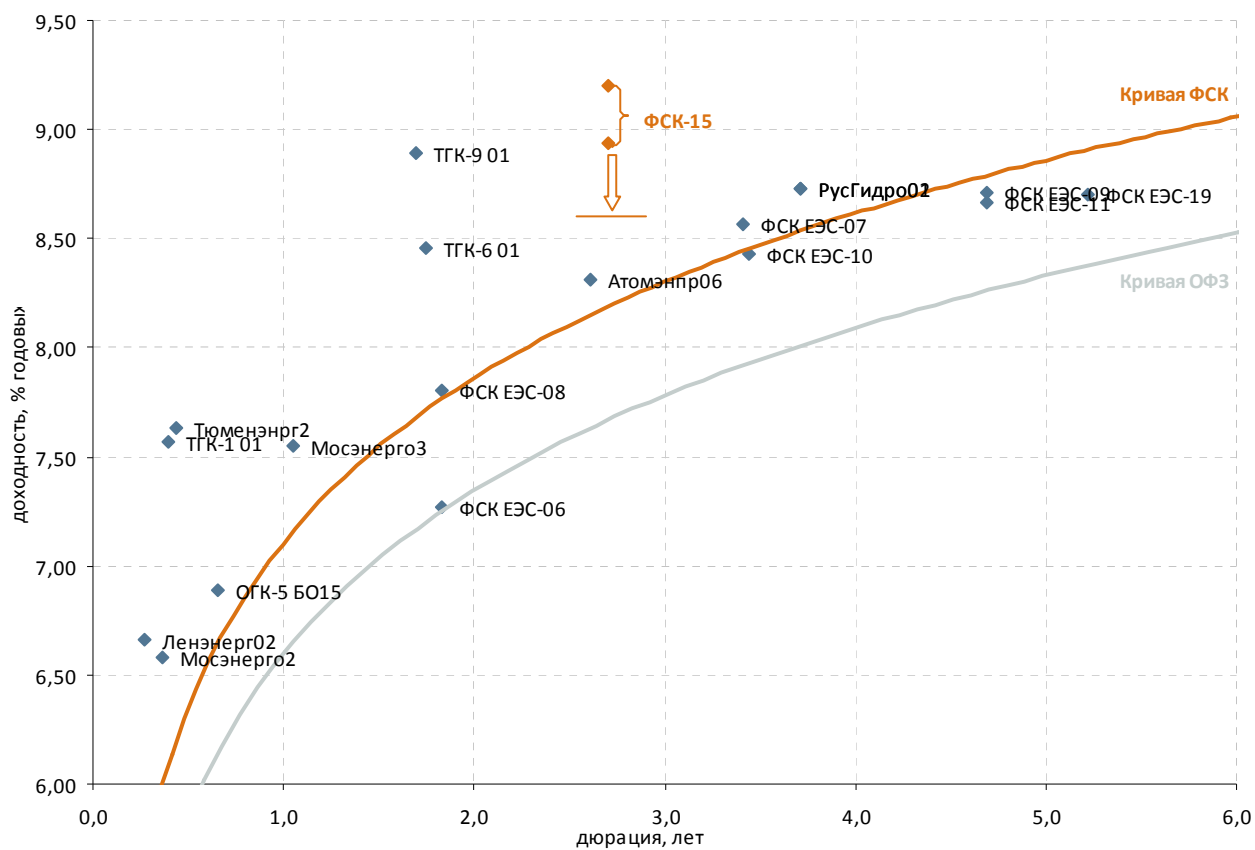
Для ФСК это далеко не первое размещение облигаций. В обращении уже находится 8-мь ее займов на общую сумму 80 млрд руб. Их премия к кривой ОФЗ в последнее время держалась на уровне 50-100 б.п. в зависимости от дюрации займа, что вполне соответствует квазисуверенному статусу заемщика. Ориентиры же нового выпуска предлагают премию в 135-160 б.п. к кривой ОФЗ и 90-115 б.п. к собственной кривой ФСК. Столь щедрое предложение эмитента мы связываем в первую очередь с текущей неблагоприятной ситуацией на вторичном рынке: общей пассивностью участников и высокой неопределенностью в дальнейшей динамике котировок. Кроме того, отсрочка в выходе выпуска на вторичный рынок, связанная с размещением облигаций классического типа, также предполагает предоставление эмитентом дополнительной премии за участие.

И хотя в текущей ситуации, характеризующейся низкой ликвидностью займов на вторичном рынке, расширением их спрэдов и дисбалансом кривых доходностей, довольно сложно сопоставлять различные займы между собой, предложенная заемщиком премия, учитывая крайне сильный кредитный профиль ФСК (см. стр. 4-5) и отсутствие «рыночных» размещений с начала августа, видится нам интересной. Впрочем, мы не исключаем, что ставка купона в ходе сбора заявок будет все же понижена и считаем участие в размещении интересным при ставке купона в 8,4% годовых, что соответствует доходности в 8,6% годовых. В таком случае премия к ОФЗ составит около 100 б.п., а к собственной кривой – 50 б.п. Стоит также заметить, что инвесторы всегда высоко оценивали кредитное качество ФСК, что в прошлом позволяло компании размещать новые займы без существенной премии к собственной кривой.

Иван Манаенко, Анна Соболева
bonds@veles-capital.ru

Параметры займа

Тип займа	Классический
Серия	15
Сумма займа	10 млрд руб.
Способ размещения	Книга
Дата закрытия книги	24.10.2011
Дата размещения	27.10.2011
Оферта	3 года
Срок обращения	12 лет
Купонный период	6 мес.
Ставка купона	8,75-9%
УТР	8,94-9,2%
Дюрация	2,7 лет
Рейтинг	Baa2/BBB/-



Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Приложение 1. Финансовые показатели

МСФО, млн руб.	2008	2009	2010	1П2011
Внеоборотные активы	582,93	849,03	880,85	1 004,99
Основные средства	465,37	739,04	851,23	907,30
Нематериальные активы	6,93	6,39	6,19	6,15
Долгосрочные финансовые вложения	107,42	102,63	20,93	90,21
Прочие внеоборотные активы	3,22	0,96	2,51	1,32
Оборотные активы	112,83	126,12	190,81	72,40
Запасы	2,77	3,27	5,60	7,01
Дебиторская задолженность	31,10	29,30	32,67	36,33
Денежные средства	15,69	33,70	13,58	16,47
Краткосрочные финансовые вложения	59,64	58,87	138,37	10,49
в т.ч. удерживаемые для продажи			90,61	
Прочие оборотные активы	3,64	0,99	0,58	2,10
Итого активы	695,76	975,15	1 071,66	1 077,39
Акционерный капитал и резервы	590,48	800,53	874,10	888,82
Уставный капитал	576,76	576,76	616,78	627,97
Добавочный капитал	3,48	3,48	3,64	4,52
Резервы	18,57	290,67	361,27	311,39
Нераспределенная прибыль	(9,68)	(71,96)	(108,53)	(55,74)
Доля меньшинства	1,35	1,57	0,94	0,68
Долгосрочные обязательства	56,63	92,82	137,98	134,65
Долгосрочные кредиты и займы	17,32	6,00	50,00	50,82
Прочие	39,32	86,82	87,98	83,83
Краткосрочные обязательства	48,65	81,80	59,57	53,93
Краткосрочные займы и кредиты	16,21	7,55	7,39	7,55
Кредиторская задолженность	31,46	32,94	39,76	41,98
Прочее	0,98	41,31	12,42	4,40
Итого пассивы	695,76	975,15	1 071,65	1 077,39
МСФО, млн руб.	2008	2009	2010	1П2011
Выручка	69,25	87,58	113,33	71,22
SG&A	(68,18)	(78,22)	(87,87)	(45,66)
Прочие операционные доходы (расходы)	6,59	4,29	4,48	1,59
Операционная прибыль (ЕБИТ)	7,66	13,65	29,94	27,15
Амортизация	(16,22)	(16,74)	(30,19)	(15,65)
ЕБИТДА	23,88	30,39	60,13	42,80
Норма ЕБИТ, %	11,07	15,59	26,42	38,12
Норма ЕБИТДА, %	34,48	34,70	53,05	60,10
Чистые финансовые доходы	5,65	7,43	3,64	0,07
Внеоперационные доход	(48,40)	(0,62)	(1,29)	(0,06)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	(35,08)	20,46	32,30	27,15
Норма ЕВТ, %	(50,66)	23,36	28,50	38,13
Текущий налог на прибыль	11,24	(5,86)	(7,13)	(6,43)
Чистая прибыль	(23,84)	14,60	25,16	20,72
Норма чистой прибыли	-34,42	16,67	22,20	29,09

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ**

	Норма	2008	2009	2010	1П2011
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:					
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	1,50	0,66	0,50	0,57	0,68
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	1,00	2,07	6,47	1,97	2,19
Финансовый долг/ЕВITDA (LTM)	2,00	1,40	0,45	0,95	0,79
ЕВITDA/Проценты к уплате	1,00	8,60	18,99	22,10	20,28
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)	0,10	-1,47	1,93	3,41	4,46
II Коэффициенты рентабельности:					
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	0,08	-3%	1%	2%	3%
Рентабельность продаж	0,10	11%	11%	28%	38%
Рентабельность по чистой прибыли	0,05	-34%	15%	23%	29%
III Коэффициенты структуры капитала:					
Доля собственного капитала в балансе	0,50	0,85	0,82	0,81	0,82
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,50	0,07	0,08	0,06	0,05
Обеспеченность оборотных средств СК	0,10	0,57	0,35	0,69	0,26
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,84	0,87	0,82	0,93
IV Коэффициенты ликвидности:					
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,25	1,55	1,13	2,55	0,50
Коэффициент текущей ликвидности	1,50	2,32	1,54	3,20	1,34
Коэффициент покрытия обязательств оборотными средствами	1,00	1,07	0,72	0,97	0,38
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):					
Оборачиваемость активов		0,10	0,09	0,11	0,12
Оборачиваемость оборотных средств		0,61	0,69	0,59	1,77

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

	Вес	2008	2009	2010	1П2011
I Соотношение притока ден.средств и долга					
Отношение выручки к финансовому долгу	0,20	1,47	1,00	1,52	1,42
Долг/ЕВITDA	0,50	2,27	1,65	1,91	1,81
ЕВITDA/проценты к уплате	0,20	0,97	0,92	0,91	0,91
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	5,00	0,92	0,90	0,89
II Рентабельность бизнеса					
Рентабельность активов по прибыли от продаж	0,20	4,67	4,37	4,29	4,19
Рентабельность продаж	0,50	2,72	2,78	1,24	1,12
Рентабельность по чистой прибыли	0,30	5,04	1,17	1,04	1,00
III Структура капитала					
Доля собственного капитала в балансе	0,33	1,72	1,78	1,79	1,77
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,33	1,59	1,61	1,57	1,56
Обеспеченность оборотных средств СК	0,33	1,02	1,14	0,99	1,30
IV Ликвидность					
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,33	1,01	1,07	0,95	1,51
Коэффициент текущей ликвидности	0,33	1,88	2,92	1,44	3,28
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,33	2,81	3,68	3,09	4,20
V Экспертная оценка (1-5):					
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	0,33	2,00	2,00	2,00	2,00
Статус компании	0,33	1,00	1,00	1,00	1,00
Размер компании	0,33	1,00	1,00	1,00	1,00
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		2,26	1,79	1,57	1,66
Уровень кредитного риска		низкий	низкий	низкий	низкий



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2011 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Управление по работе с долговыми обязательствами

Оксана Теличко
начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
зам. начальника управления
EShilenkov@veles-capital.ru

Алена Шеметова
начальник отдела по работе с облигациями
AShemetova@veles-capital.ru

Оксана Степанова
зам. нач. отдела по работе с облигациями
OStepanova@veles-capital.ru

Александр Аникин
главный специалист по работе с облигациями
AAnikin@veles-capital.ru

Елена Рукинова
специалист по работе с облигациями
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов
специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
специалист по работе с векселями
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
специалист по работе с векселями
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
специалист по работе с векселями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Управление анализа долгового рынка

Иван Манаенко
начальник управления
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
аналитик по банковскому сектору
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
аналитик долговых рынков
ASoboleva@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Управление доверительных операций

Бейшен Исаев
начальник управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua