

ОАО «Краснодартеплоэнерго».

1 кв. 2010 г.: курс на рост выдерживается

Параметры облигационного займа Краснодартеплоэнерго, 1

Эмитент: ОАО «Краснодартеплоэнерго»

Поручители:

- ОАО «Краснодаргоргаз»
- ООО «Городская управляющая компания - Краснодар»

Номинал: 1000 руб.

Объем выпуска: 2,5 млрд. руб.

Срок обращения: 3 года (1092 дня)

Оферта: 1,5 года, по номинальной стоимости

Купонная ставка (до оферты): 12,5% годовых

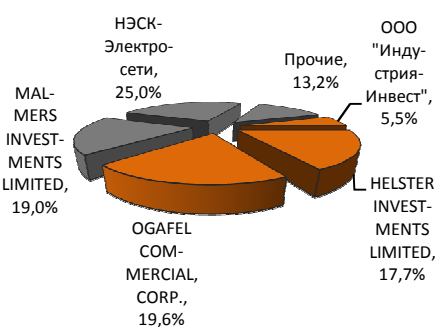
Доходность к оферте: 12,89% годовых

Организатор: ЗАО «ИК «Галлион Капитал»

Торговая площадка, секция: ММВБ, для квалифицированных инвесторов

Цели займа: финансирование инвестиционной программы, реструктуризация финансового долга

Структура акционеров ОАО «Краснодартеплоэнерго»



Источник: компания

**Александр Разуваев, начальник
аналитического отдела**
razuvaev@galcap.ru

Дмитрий Макаров, старший аналитик
makarov@galcap.ru

- По итогам 1 кв. 2010 г. выручка ОАО «Краснодартеплоэнерго» выросла на 19,3% г-к-г до 1401,7 млн. руб., показатель EBITDA вырос на 9,6% до 402,1 млн. руб., рентабельность валовой прибыли составила 25%, рентабельность EBITDA составила 29%. Рост выручки обеспечился ожидаемым ростом тарифов, а также увеличением отпуска тепловой энергии.
- Рост средних планово-расчетных тарифов за 1 кв. 2010 г. составил 14,5% в г. Краснодаре и 11,4% в г. Новороссийск. Отпуск в сеть тепловой энергии в 1 кв. 2010 г. составил 1401,7 тыс. Гкал, превысив показатель 1 кв. 2009 г. на 19,3%. Увеличение отпуска произошло за счет подключения новых объектов и понижения температур наружного воздуха.
- Понижение наружных температур и подключение новых объектов позволили увеличить отпуск теплоэнергии собственного производства. Рост показателя по сравнению с 1 кв. 2009 г. составил 5,3% до 1252 тыс. Гкал.
- Увеличение реализации тепловой энергии увеличило оборотные активы компании до 1985,3 млн. руб. г-к-г., +27,3%, при этом рост краткосрочной дебиторской задолженности составил 25,5% до 1667,5 млн. руб. С учетом отсутствия просроченной дебиторской задолженности рост оборотных активов положительно сказался на ликвидности компании.
- С точки зрения финансовой устойчивости коэффициенты находятся в приемлемых диапазонах. Показатель обеспеченности собственными средствами находится в пределах нормы, по итогам 1 кв. 2010 г. показатель составил 0,17х.

- Позитивным моментом кредитного профиля компании остается стабильный рост собственных средств за счет нераспределенной прибыли. В 1 кв. 2010 г. рост нераспределенной прибыли составил 12,7% г-к-г до 459,3 млн. руб.

- Долговая нагрузка компании несколько выросла, оставшись на приемлемом уровне. Чистый долг компании по итогам 1 кв. 2010 г. вырос до 485,5 млн. руб. с 364,7 млн. руб. в 1 кв. 2009 г. Отношение «Чистый долг/EBITDA» составило 1,2х. Отношение «Чистый долг/Собственный капитал» по итогам 1 кв. 2010 г. в норме и составило 0,81х против 0,67х в 1 кв. 2009 г.

- Компания успешно проводит реструктуризацию портфеля финансового долга. В частности, пролонгирован кредит Краснодарского ОСБ на 100 млн. руб., что позволило перевести долг в статью долгосрочных займов и кредитов. Краткосрочные займы и кредиты пролонгируются по всё более привлекательным ставкам, сравнимым с текущими ставками на рынке рублевого долга в секторе бумаг энергетических компаний.

Анализ инвестиционной программы

Предпосылки инвестиционной программы

Инвестиционная программа ОАО «Краснодартеплоэнерго» основана на следующих текущих данных и прогнозах Генеральной схемы развития теплоснабжения г. Краснодара, разработанной в 2007 г. на период до 2025 г.:

Население и перспективы роста численности.

В 2013 г. планируется признание г. Краснодара миллионником.

Город Краснодар фактически является городом-миллионником. Численность населения города вместе с населенными пунктами, которые планируется присоединить к городу, оценивается до 1,2 млн. чел. Официальное признание города городом-миллионником ожидается в 2012-13 гг.

Существенным фактором роста численности населения в Краснодарском Крае и, в частности, в крупнейших городах Края, Краснодар, Новороссийск и др., остается приток экономических мигрантов со всего Юга России, из Украины и стран Закавказья. В качестве фонового фактора увеличения численности населения набирает силу фактор роста инвестиций в Краснодарский Край в связи с проведением Зимней Олимпиады-2014 в г. Сочи.

Генеральная схема развития теплоснабжения предполагает рост численности населения почти в 2 раза до 2025 г.

Характеристика и перспективы городской системы теплоснабжения.

Децентрализованная система теплоснабжения в городе определяет перспективы компании как центра консолидации теплогенерирующих активов города.

В городе реализована смешанная структура теплоснабжения: отпуск тепловой энергии осуществляется 5 крупными источниками тепловой энергии, 4 из которых имеют установленную мощность по теплоэнергии до 31,6 МВт, и около 750 котельными. Крупные источники тепловой энергии ориентированы на выработку как тепло-, так и электроэнергии.

Исходя из Генеральной схемы развития теплоснабжения г. Краснодар, предполагается, что система теплоснабжения города от крупных источников должна быть преобладающей, но не единственной моделью теплоснабжения по причине отсутствия на текущий момент предпосылок к реализации потенциала эффективности централизованной системы теплоснабжения. Здесь упоминаются невысокий уровень как управления, так и технологии при генерации и транспорте тепла.

Краснодар является лидером в ЮФО по объемам строительства, при этом ЖКС города охвачен централизованным теплоснабжением лишь на 62,9% жилой площади.

Текущий рост численности населения и лидирующее положение г. Краснодара по объемам строительства в ЮФО обосновывает оценку Генеральной схемы развития теплоснабжения роста тепловых нагрузок в ЖКХ почти в 2 раза до 5360 МВт до 2025 г. При этом на данный момент ЖКС г. Краснодара охвачен централизованным теплоснабжением лишь на 62,9% площади, что предполагает оценку текущего потенциала роста тепловой нагрузки 690 Мвт.

Соответственно, учитывая положение компании как крупнейшего субъекта на рынке реализации теплоэнергии в Краснодарском Крае за счет эксплуатации подавляющего объема городских тепловых сетей в г.

Краснодар и Новороссийск и преобладания в теплогенерирующих активах котельных средней и малой мощности, компания имеет хорошие перспективы, как ввода новых мощностей, так и относительно недорогой модернизации существующих.

Аспекты реализации инвестиционной программы

Инвестиционная программа разделена на три этапа. Завершающий этап планируется осуществлять в 2012-14 гг.

Инвестиционную программу предполагается реализовать в 3 этапа с целью построения эффективной схемы возврата инвестиций, другой причиной является тот факт, что единовременные капитальные вливания в сложную систему, которой является децентрализованное теплоснабжение, могут привести к выходу системы из состояния устойчивости и нарушению устоявшихся режимов теплоснабжения. Рост установленной мощности до 2014 г. составит 50% существующей, порядка 820 МВт. Финансовый результат компании приведен в Прил. 1.

Первый этап – капитальные вложения в строительство котельных и теплосетей и рост установленной мощности существующих генерирующих активов.

Первоочередный этап потребует прямых инвестиций в размере 1,2 млрд. руб., требуемый объем средств планируется мобилизовать за счет облигационного займа. Средства будут направлены на строительство котельных и тепловых сетей в перспективных с точки зрения строительства районах города, увеличение установленной мощности существующих котельных, а также частично на замену оборудования, исчерпавшего срок эксплуатации. Мероприятия первого этапа имеют максимальный экономический эффект и невысокий срок окупаемости. Мероприятия первой очереди планируется осуществить до 2011-12 гг.

Второй этап – увеличение установленной мощности существующих генерирующих активов, а также замена устаревшего оборудования. Третий этап – замена устаревшего оборудования, а также установка эффективной системы учета теплоэнергии.

Мероприятия второй очереди предполагают увеличение мощности существующих теплогенерирующих активов и замену устаревшего оборудования, третья очередь предполагает продолжение замены устаревшего оборудования, кроме того, установку эффективной системы учета тепловой энергии.

Объем инвестиций на втором и третьем этапах оценивается в 0,6 и 0,4 млрд. руб. соответственно, при этом срок окупаемости первой очереди позволяет использовать финансовые потоки от проектов очереди для реализации второй и третьей очередей. Мероприятия второй очереди планируется в 2011-13 гг., третьей очереди – в 2012-14 гг.

Перспективы бизнеса компании

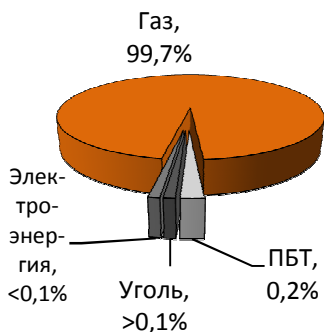
Рост тарифов и ожидаемый рост внутренних цен на газ

Существенным фактором, влияющим на выручку компании, являются тарифы на теплоэнергию. Регулируемые тарифы для компании устанавливает Региональная энергетическая комиссия – Департамент цен и тарифов Краснодарского Края на основе установленных ФСТ предельных уровней тарифов. В свою очередь предельные уровни тарифов определяются на основе одобренного Правительством РФ прогноза социально-экономического развития на следующий год.

Предельный рост тарифов на теплоэнергию на основе одобренного Правительством прогноза социально-экономического развития в 2010 г. составит 18%, в 2011 г. – 20%.

Согласно основным параметрам прогноза развития предельное повышение тарифов в 2010 г. составит 18%, в 2011 г. – 20%, при этом Минрегион РФ закладывает рост тарифов в 2011 – 14%, 2012 – 12%, 2013 г. – 11%. По итогам 2009 г. средние планово-расчетные тарифы, в которые включены расходы по приобретению холодной воды, выросли на

Диэг. 1 Топливный баланс ОАО «Краснодартеплоэнерго»



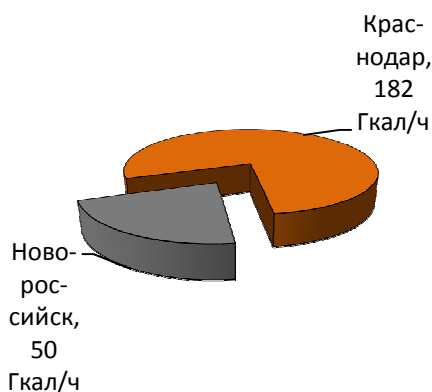
Источник: компания

Диэг. 2 Средняя цена на природный газ для промышленных потребителей



Источник: оценка ИК «Галлион Капитал», ФСТ России

Диэг. 3 Заключенные контракты на подключение тепловой нагрузки до 2013 г.*



*на 01.07.2010 г.
Источник: компания

17,8% и 22,3% в гг. Краснодар и Новоросси́йск соответственно в условиях предельного роста тарифов на 18,5%. Выручка за тот же период выросла на 16,3% при слабом снижении отпуска теплоэнергии в сеть.

Исходя из топливного баланса, в котором более 99% приходится на газ, себестоимость производства и рентабельность компании зависит от динамики внутренних цен на газ. Отметим, что поставщиком газа компании является дочерняя компания ОАО «Газпром», ООО «Краснодарская региональная компания по реализации газа». Текущие рыночные ожидания среднегодового темпа роста цены на газ для промышленных потребителей в 2010-14 гг. составляют порядка 12,2%. Однако, если ОАО «Газпром» пролоббировать либерализацию цен на внутреннем рынке газа, рост цен превысит ожидания. Вместе с тем, мы с определенным пессимизмом относимся к либерализации внутреннего рынка газа к 2014 г., что связано с вероятным инфляционным шоком, учитывая высокую корреляцию с лагом цен на природный газ на внешнем рынке и ценами на нефть. Другими словами, в условиях снижения капитальных затрат в секторе добычи нефти в кризисный период высокие нефтяные цены вызовут повышение цен и на внутреннем рынке газа. Таким образом, ожидаемый рост цен на газ, вероятно, будет адекватно учтен в увеличении тарифов на теплоэнергию.

Ввод и продажа новых мощностей согласно генеральной схеме развития теплоснабжения города

По итогам реализации инвестиционной программы планируется увеличение установленной мощности теплогенерирующих активов компании в 1,5 раза до 2450 МВт к 2015 г., при этом рост жилой площади за тот же период 2010-15 гг. согласно генеральной схеме развития теплоснабжения г. Краснодар составит порядка 55% до 23,7 тыс. м².

Согласно имеющимся в распоряжении компании на текущий момент контрактам на подключение тепловой нагрузки реализация мощности до 2013 г. составляет уже порядка 232 Гкал/ч или около 25% планируемой к вводу новой мощности, из которых 22% приходится на г. Новоросси́йск.

Среди факторов успешного ввода новых мощностей стоит отметить интенсивное развитие Краснодарского Края в связи с проведением Зимней Олимпиады-2014, и в частности, столицы Кубани, которой является Краснодар, что подразумевает увеличение уровня комфорта жилищно-коммунальных услуг. Отметим, что ЖКС города охвачен централизованным теплоснабжением лишь на 62,9% жилой площади. Кроме того, курортно-рекреационная ориентация Края предполагает инфраструктурное развитие поселков, а учитывая опыт в управлении достаточным количеством котельных компания является практически единственным претендентом на обустройство близлежащих к г. Краснодару поселков, часть из которых планируется присоединить к городу.

Позиционирование выпуска облигаций

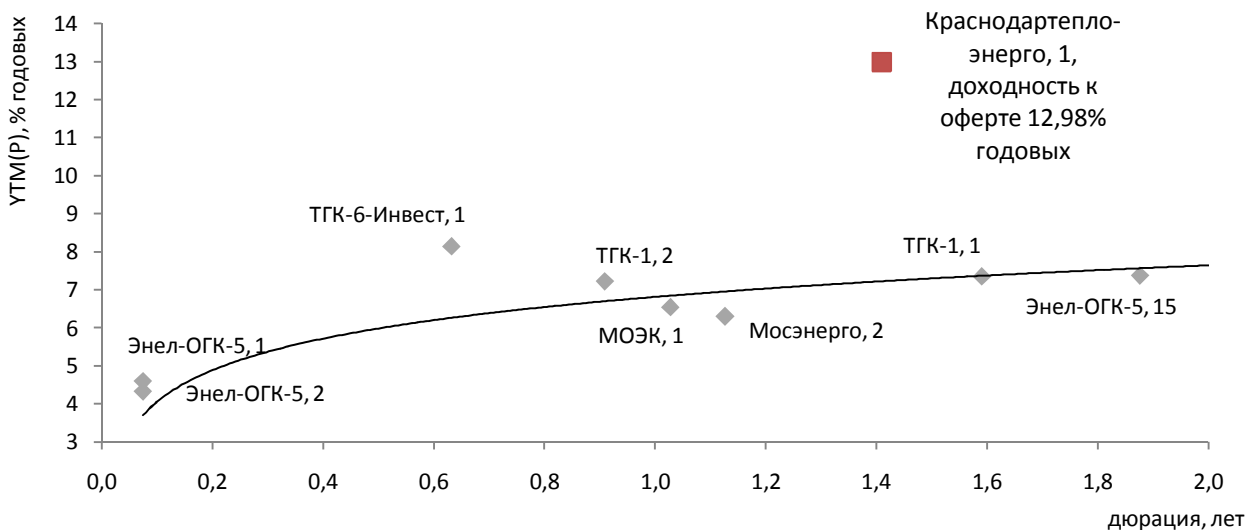
Выпуск рублевых облигаций компании является дебютным с нескольких точек зрения. Можно говорить о том, что посредством займа средства привлекаются на инфраструктурные проекты в перспективной с точки

зрения внимания властей области теплоэнергетики Краснодарского Края, при этом заемные средства обеспечены стабильно растущим, рентабельным бизнесом. Выпуск является дебютом на рынке рублевых облигаций компаний теплоэнергетического сектора.

Наиболее близким эмитентом по структуре бизнеса, бумаги которого торгуются на рынке, на наш взгляд, является МОЭК. С точки зрения развитости региона основной деятельности в промышленном отношении наиболее близким эмитентом является ТГК-6.

Исходя из уровня доходности ликвидных бумаг энергетического сектора, оценка справедливой доходности на срок 1,5 года составляет 7,3% годовых. Премию за дебют мы оцениваем в 100 б.п., премию за масштаб бизнеса – 120 б.п., премию за риск корпоративного управления – 50 б.п., соответственно, оценка справедливой доходности выпуска составляет 10% годовых. Таким образом, ставка купона до оферты 12,5%, что соответствует эффективной доходности 12,89% годовых, выглядит довольно щедро со стороны эмитента.

Диал. 3 Позиционирование облигационного выпуска Краснодартеплоэнерго, 1



Источник: оценка ИК «Галлион Капитал», RUSBONDS

Приложение 1. Основные показатели отчета о прибылях и убытках и их прогноз

млн. руб.	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	1345,9	2190,9	2548,6	3508,6	4811,8	6766,5	8119,8
Операционная прибыль	82,8	84,6	270,0	350,9	481,2	676,7	812,0
Прибыль/убыток до налогообложения	18,0	83,3	145,6	157,9	216,5	304,5	365,4
Чистая прибыль	7,6	73,2	89,5	133,3	182,8	257,1	308,6
Рентабельность операционной прибыли	6,1%	3,9%	10,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Рентабельность чистой прибыли	0,6%	3,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%

Источник: компания, оценка ИК «Галлион Капитал»

Контактная информация

тел. +7 (499) 922-21-41

факс +7 (499) 922-21-42

Департамент исследований рынков

Начальник аналитического
отдела

Разуваев Александр

razuvaev@galcap.ru

Старший аналитик по
долговым инструментам

Макаров Дмитрий

makarov@galcap.ru

Отдел продаж

Менеджер по продажам

Ненькина Ольга

nenkinao@galcap.ru

© ЗАО «ИК «Галлион Капитал», 2010 год. Все права защищены.

Настоящий информационный меморандум и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью ЗАО «ИК «Галлион Капитал». Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения ЗАО «ИК «Галлион Капитал» в письменной форме строго запрещено. Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению ЗАО «ИК «Галлион Капитал», являются надежными. ЗАО «ИК «Галлион Капитал», 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. ЗАО «ИК «Галлион Капитал» 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. ЗАО «ИК «Галлион Капитал» и 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. ЗАО «ИК «Галлион Капитал» может 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.