

Информация о компании

- МОЭСК - самая крупная из региональных энергоснабжающих компаний. Образована в апреле 2005 г. путем выделения из ОАО «Мосэнерго». В структуру МОЭСК входят 17 филиалов, из которых 14 обеспечивают передачу электроэнергии к потребителям, а 3 являются ремонтно-сервисными предприятиями.
- Отпуск электроэнергии МОЭСК в 2005 г. составил 65,3 млн. кВт.ч. (полезный отпуск – 59,3 млрд. кВт.ч.). В 2006 г. компания ожидает увеличить данный показатель на 2,1% до уровня 66,7 млрд. кВт.ч., а в течение 2006-2009 планируемый ежегодный рост отпуска электроэнергии составит 2,5-2,6%.
- Выручка в 2005 г. составила 12,3 млрд. руб., EBITDA – 3 млрд. руб., чистая прибыль – 1,3 млрд. руб. Рентабельность EBITDA – 24%, чистая рентабельность – 10%. На конец 2 кв. 2006 г. выручка компании составила 11,8 млрд. руб., что соответствует 96% выручки по итогам 2005 года. При этом МОЭСК увеличила свою рентабельность EBITDA до 37%, а чистую рентабельность - до 23%.
- В течение 2006-2009 гг. МОЭСК планирует существенно увеличить свою выручку, как за счет передачи электроэнергии, так и за счет присоединения потребителей. При этом плата за присоединение, включающая в себя инвестиционную составляющую, будет ключевым источником для финансирования программы капитальных вложений. Среднегодовой рост выручки от передачи электроэнергии в 2006-2009 гг. планируется на уровне 23,4%, а в 2009 году выручка по данному направлению прогнозируется на уровне 41,25 млрд. руб.
- Компания отличается низким уровнем долговой нагрузки. По состоянию на конец 2 квартала 2006 г. отношение чистого долга компании к активам составило около 5%.

Общая характеристика отрасли

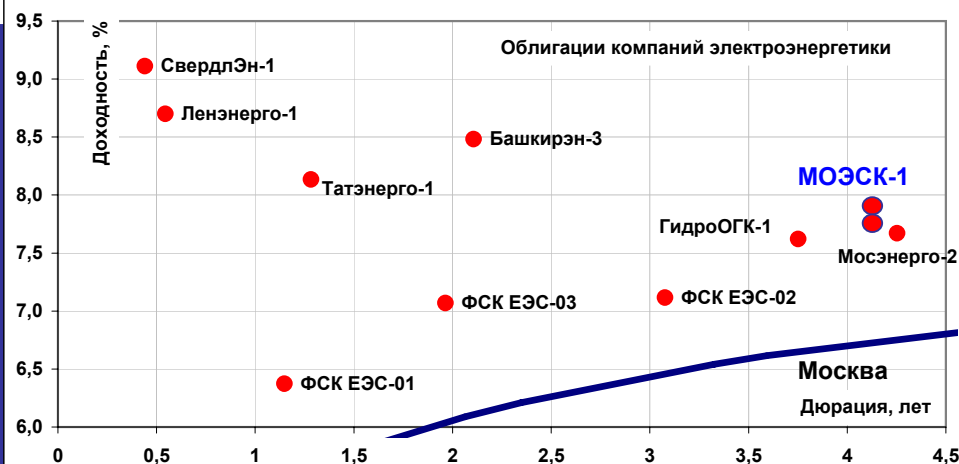
- Электроэнергетика не удовлетворяет потребностям экономики. Вследствие дефицита генерирующих мощностей и пропускной способности электросетей возникает дефицит электроэнергии, который варьируется от 6,3% нагрузки в Сибири до 24,5% на Юге России.
- Старение оборудования - одна из наиболее острых проблем отрасли. В настоящий момент большая часть как генерирующего, так и сетевого оборудования отработали свой ресурс или срок службы. В частности от 50% до 80% ЛЭП эксплуатируются более 15 лет.
- В рамках преобразования распределительного сетевого комплекса планируется увеличить мощности как за счет технического перевооружения и реконструкции передающей инфраструктуры, так и за счет нового строительства. Наибольший ввод сетевых мощностей предполагается осуществить в Москве и Мособласти, а также на Урале и в Поволжье.

Параметры займа

Объем займа	6 000 000 000 руб.
Срок до погашения	5 лет
Дата погашения	06.09.2011
Досрочный выкуп	-
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ставка купона	1 купон - на конкурсе. 2-10 купоны - равны 1 купону
Эмитент	Московская областная электросетевая компания
Поручители	ООО «Промтехника»

Оценка справедливой доходности

- Дюрация займа МОЭСК-1 – примерно 4,16-4,18 года. В качестве ориентиров рассматриваем облигации головной структуры сетевой компании – ФСК ЕЭС, а также близкие по дюрации бумаги Мосэнерго и ГидроОГК. Выпуски других региональных энергосистем далеко отстоят по дюрации. К тому же их рыночная ликвидность невысока, тогда как облигации МОЭСК, уступающие объемом только выпускам ФСК ЕЭС, потенциально являются инструментом с хорошей ликвидностью.
- МОЭСК уступает Мосэнерго по величине активов примерно в 1,5 раза, а по объему выручки – в 3,3 раза. Размер долга после размещения займа у них будет примерно одинаков. Зато по рентабельности МОЭСК превосходит Мосэнерго в 4,6 раза. На основании сравнения полагаем, что справедливая премия МОЭСК к Мосэнерго составляет примерно 20 б.п. по доходности.
- По сравнению с ГидроОГК у МОЭСК примерно равные показатели выручки, размера активов и долговой нагрузки. В то же время ГидроОГК – более рентабельная компания. К тому же бумаги гидроэнергетиков имеют меньшую дюрацию. В связи с этим величину премии к ним МОЭСК оцениваем также в районе 20-30 б.п.
- Активы МОЭСК по сравнению с ФСК ЕЭС меньше в 4,5 раза. Рентабельность практически одинакова. Долговая нагрузка без учета дебитного займа – ниже. По дюрации облигации МОЭСК длиннее бумаг ФСК ЕЭС-02 примерно на 1 год. Премию оцениваем на уровне 80-90 б.п.
- На основе вышеизложенного справедливую эффективную доходность новых бумаг к погашению оцениваем в районе 7,9-8% годовых. Дополнительным плюсом для них является потенциально высокая ликвидность выпуска на вторичных торгах. Рассчитываем, что по этому показателю они не будут уступать выпуску ГидроОГК, вышедшему на «вторичку» в конце августа. В то же время участники аукциона могут потребовать премию за дебит и конъюнктурные риски в период размещения и выходом бумаги на вторичные торги. С другой стороны, высокий спрос на первичном рынке, обусловленный изобилием средств в банковской системе, и солидный синдикат эту премию, скорее всего, нивелируют.
- Резюме: уровень 7,9-8%, оцениваемый нами как справедливый и рекомендуемый для покупки, вероятно станет верхней границей доходности на аукционе. Скорее всего, на облигации будет переподписка и тогда не исключаем, что бумагу «прорвут» по доходности 7,7-7,90% годовых.



Сильные стороны

- ◆ Компания отличается низким уровнем долговой нагрузки и при этом генерирует существенные денежные потоки для обслуживания своих обязательств.
- ◆ Высокая рентабельность сетевых компаний, превосходящая показатели других предприятий, образованных в ходе реформирования РАО ЕЭС.
- ◆ Государственная поддержка реформы электроэнергетики.
- ◆ Стратегическое значение компании в государственном масштабе.
- ◆ Высокий спрос на электроэнергию в московском регионе.

Слабые стороны

- ◆ Основные средства сильно изношены и требуют глобальных инвестиций на реконструкцию и обновление.
- ◆ Высокие потери в сетях – около 9,2% от объема отпуска электроэнергии.
- ◆ Тарифы на услуги компании регламентируются государством и зачастую отстают от темпов инфляции и роста затрат.

Возможности

- ◆ Новации в области тарифов на подключение новых потребителей будут способствовать росту выручки компании. В Москве с 1 октября данный тариф за 1 кВт составит в зависимости от напряжения 39,2-45,1 тыс. руб. тогда как сейчас стоимость подключения составляет от 10,5 до 13 тыс. руб.
- ◆ В течение 2006-2009 гг. компания планирует снизить потери электроэнергии до уровня ниже 9% от сальдированного отпуска электроэнергии. В частности в 2006 году планируется ряд мероприятий, суммарные затраты на которые могут составить порядка 125 млн. руб., а экономический эффект - на уровне 440 млн. руб.

Угрозы

- ◆ Задержки, сбои и корректировки плана реформы электроэнергетики РФ могут оказать негативное влияние на реализацию планов развития компании.
- ◆ Повышение тарифов может спровоцировать увеличение объема неплатежей со стороны потребителей услуг компании.

Компании-ориентиры, параметры выпусков

	Объем выпуска, млн. руб.	Доходн. к погаш., %	Доходн. к оферте, %	Дата погашения	Дюр. к погаш., лет	Дата оферты	Дюр. к оферте, лет
ФСК ЕЭС, 2	7000	7,12		22.06.10	3,08		
ФСК ЕЭС, 3	7000	7,07		12.12.08	1,97		
ГидроОГК, 1	5000	7,62		29.06.11	3,75		
Мосэнерго, 2	5000		7,67	18.02.16		01.03.12	4,25
Башкирэнерго, 3	1500		8,48	09.03.11		23.03.09	2,11
Татэнерго, 1	1500	8,13		13.03.08	1,28		

Компании-ориентиры, основные показатели

Эмитент	МОЭСК	МОЭСК	Промтехника	Мосэнерго	Мосэнерго	ФСК ЕЭС	ФСК ЕЭС	ГидроОГК	Татэнерго
Период	II кв. 2006	2005	2005	II кв. 2006	2005	II кв. 2006	2005	2005	II кв. 2006
Отчетность	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	МСФО	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ
Выручка, млн р.	11774,94	12254,11	28587,99	39178,12	70717,00	26087,85	29866,87	14643,65	13616,40
ЕВИТДА, млн р.	4306,78	2980,32	2464,49	2944,66	4361,85	10005,99	17941,60	6366,20	1662,66
ЕВИТ, млн р.	3795,80	1940,72	2464,12	1646,52	1691,00	3171,82	4273,25	3651,97	1628,57
Чистая прибыль, млн р.	2744,35	1293,80	1448,01	552,91	-259,00	1574,15	1997,07	2257,94	1146,95
Активы, млн р.	38159,50	32304,55	283,38	55917,27	51718,00	170052,11	162705,09	202697,83	25728,67
Капитал, млн р.	29846,46	27102,11	1,46	38706,58	30991,00	139769,10	138562,25	172357,71	20455,66
Займы и кредиты, млн р.	3516,02	1505,77	3,48	11572,93	9814,00	24827,47	19834,40	6532,92	1842,03
в.т.ч. долгосрочные	0,00	0,00	0,00	7407,04	0,00	24000,00	19000,00	1808,98	1542,03
в.т.ч. краткосрочные	3516,02	1505,77	3,48	4165,89	9814,00	827,47	834,40	4723,94	300,00
Чистый долг, млн р.	2015,23	1267,78	-64,10	8879,58	7431,00	23332,00	18492,64	5884,24	774,98
Рентаб-ть ЕВИТДА	0,37	0,24	0,09	0,08	0,06	0,38	0,60	0,43	0,12
Рентаб-ть ЕВИТ	0,32	0,16	0,09	0,04	0,02	0,12	0,14	0,25	0,12
Чистая рентабельность	0,23	0,11	0,05	0,01	-0,01	0,06	0,07	0,15	0,08
Чистый долг/капитал	0,07	0,05	-43,96	0,23	0,24	0,17	0,13	0,03	0,04
Чистый долг/активы	0,05	0,04	-0,23	0,16	0,14	0,14	0,11	0,03	0,03
Чистый долг/выручка	0,17	0,10	0,00	0,23	0,11	0,89	0,62	0,40	0,06
Чистый долг / ЕВИТДА	0,47	0,43	-0,03	3,02	1,70	2,33	1,03	0,92	0,47
Чистый долг / ЕВИТ	0,53	0,65	-0,03	5,39	4,39	7,36	4,33	1,61	0,48
ЕВИТДА/проценты	47,86	33,32	8,27	9,60	3,88	12,52	21,15	216,31	39,89
ЕВИТ/проценты	42,18	21,70	8,27	5,37	1,50	3,97	5,04	124,09	39,07