

«РОСВОДОКАНАЛ» (-/-/ВВ-): инвестиции в инфраструктуру

 Аналитик: Андрей Кулаков, CFA, FRM kulakov@mdmbank.com

	Параметры займа	
Росводоканал – крупнейший в России частный оператор водопроводного хозяйства с 33%-й долей в негосударственном сегменте рынка. Основу бизнеса составляет оказание услуг по водоснабжению и водоотведению потребителей. Компания осуществляет долгосрочную программу модернизации инфраструктурных объектов на управляемых ею водоканалах. Выручка по МСФО в 2009 г. превысила 12 млрд руб., ее среднегодовой рост (CAGR) в период с 2006 по 2009 гг. - 70.4%. Основной акционер Росводоканала – Консорциум «Альфа-Групп».	Эмитент	ООО «РВК-Финас»
	Серия	03
	Объем	3 млрд руб.
	Срок обращения	5 лет
	Оферта	3 года
	Периодичность выплат	2 раза в год
	Организаторы	Альфа-банк МДМ Банк

Росводоканал работает в одной из самых стабильных отраслей в мире. «Вечная» составляющая бизнеса и глубокая вовлеченность в него государства являются залогом надежности бизнес-модели компании. Текущая система тарификации гарантирует Росводоканалу доходную маржу после покрытия расходов на его обширную инвестпрограмму.

Компания – один из главных бенефициаров реформирования сектора ВКХ. Среди основных тенденций рынка ВКХ (водно-канализационного хозяйства) в России мы выделяем: рост числа инфраструктурных объектов под управлением частных операторов, необходимость модернизации основных средств, переход на долгосрочные тарифы методами инвестированного капитала и индексации, преимущественное использование концессионных договоров после 2011 г.

Высокий кредитный рейтинг, уверенный рост операционных показателей и информационная прозрачность выгодно отличают компанию от конкурентов. Росводоканал имеет кредитный рейтинг «ВВ-» от Fitch с прогнозом «Стабильный», что открывает держателям облигаций доступ к ломбардным аукционам ЦБ. Росводоканал – единственный частный оператор ВКХ в России, имеющий отчетность по МСФО. В 2007 г. компания успешно прошла технико-управленческий аудит Mott McDonald.

Комфортный уровень долговой нагрузки. (Долг/ЕБИТДА 1.63х, Чистый долг/ЕБИТДА 1.39х на конец 2009 г.). Компания получила долгосрочный (с погашением в 2021 г.) кредит ЕБРР, на долю которого приходится 37.2% всех средств, привлеченных компанией для финансирования инвестпрограммы. Росводоканал имеет безупречную репутацию на рынке долга: дважды, в 2009 и 2010 гг., компания полностью погасила свои обязательства перед держателями облигаций 1 серии несмотря на финансовый кризис.

Основные финансовые показатели

Выручка	12.012 млрд руб.
ЕБИТДА	2.364 млрд руб.
Чистая прибыль	0.835 млрд руб.
Активы	10.258 млрд руб.
Долг	3.852 млрд руб.
Чистый долг	3.284 млрд руб.
Долг/ЕБИТДА	1.63х
Чистый долг/ЕБИТДА	1.39х
Рент. по ЕБИТДА	19.68%



Содержание	2
Описание компании	3
Бизнес-модель	4
Стратегия развития	6
Рынок водоснабжения и водоотведения	7
Конкуренты	8
Работа с государством.....	10
Тарификация.....	12
Структура потребителей	13
Финансовое положение	14
Долг	16
Инвестиционная программа	17



Описание компании

Группа компаний «Росводоканал» образована в 2003 г. в рамках Консорциума «Альфа-Групп». Компания создана на базе треста «Росводоканалналадка», учрежденного более 60 лет назад по решению Правительства СССР для разработки и управления системами водоснабжения и водоотведения на территории Советского Союза. На сегодняшний день Росводоканал представляет собой крупнейшего частного оператора (33% на рынке негосударственных услуг ВКХ) в сфере водоснабжения и водоотведения в России и странах СНГ. Под управлением Росводоканала работают городские водоканалы Барнаула, Калуги и Калужской области, Краснодар, Омска, Оренбурга, Твери, Тюмени и Луганска (Украина). Численность обслуживаемого населения превышает 6.1 млн человек, а показатель объема ежегодно подаваемой воды в 2009 г. составил 846 кубометров.

В 2008 г. Global Finance признал Росводоканал лучшей компанией сферы ЖКХ в России, а в 2009 г. компания вошла во вновь созданный Национальный союз водоканалов (НСВ), задачей которого является координация деятельности членов союза, а также обеспечение конструктивного взаимодействия между предприятиями ВКХ, государственными и муниципальными органами.

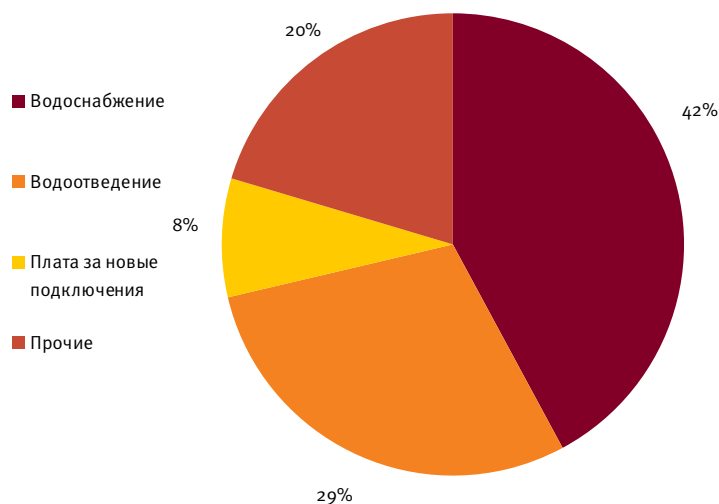


Бизнес-модель

Росводоканал - предприятие полного цикла работ по управлению водоканалами, от оперативного управления и привлечения инвестиций до строительства и инжиниринга. Компания рекомендована Федеральным агентством по строительству и ЖКХ для реализации проектов государственно-частного партнерства в сфере ВКХ.

По итогам 2009 г., Росводоканал является крупнейшим в России частным оператором в секторе водоснабжения и водоотведения и обслуживает свыше 6 млн. бытовых абонентов и 27 тыс. предприятий и организаций. Выручка компании сформирована 3-мя основными направлениями деятельности: водоснабжение (42.1%), водоотведение (29.2%), плата за подключение (8.3%). Доля платы за новые подключения выросла за последние 3 года за счет передачи водоканалам функций по строительству новых сетей в рамках реформы отрасли. Ранее эти функции осуществлялась силами заказчика.

Структура основных статей выручки в 2009 г., %



Источник: данные Компании, расчеты МДМ Банка

Росводоканал управляет ВКХ в семи городах РФ на основании долгосрочных договоров аренды, заключенных с администрациями муниципальных образований на срок до 25 лет. На Украине Росводоканал работает по договору концессии. Помимо договоров на аренду объектов инфраструктуры, компания заключает с муниципальными властями соглашения о реализации инвестиционных программ, а также соглашения о сотрудничестве. Основные цели данных соглашений – бесперебойная и эффективная работа систем ВКХ, а также развитие и модернизация систем водоснабжения и водоотведения. Ключевыми направлениями капиталовложений являются:

- повышение надежности работы систем водоснабжения и водоотведения;
- снижение потерь воды;
- повышение качества питьевой воды;
- сокращение вредного воздействия на окружающую среду, повышение качества очистки сточных вод;
- энергосбережение.



Заключенными соглашениями предусматривается финансирование работ по модернизации инфраструктурных объектов за счет денежных средств Росводоканала, платы за новые подключения, инвестиционной надбавки к тарифам, бюджетных средств, а также за счет привлечения долгового финансирования. Органы власти на постоянной основе, в соответствии с заключенными договоренностями, производят мониторинг выполнения инвестиционных программ и общей деятельности дочерних компаний Группы по ряду установленных показателей. В некоторых регионах Росводоканал в рамках достигнутых соглашений с муниципалитетами участвует в комплексных программах по развитию городов.

Таблица 1. Города присутствия Росводоканала в РФ.

Город присутствия	Срочность договорных отношений, лет	Население, тыс. чел.	Протяженность водопроводных сетей, км.	Протяженность канализационных сетей, км.
Омск	25	1120	1621	1124
Калуга	25	330	1443	766
Оренбург	20	525	873	740
Краснодар	25	710	1148	833
Тюмень	25	580	778	530
Тверь	25	410	580	465
Барнаул	15	600	909	720

Источник: данные Компании

Операционный бизнес-цикл состоит из 2 основных этапов:

- Водоснабжение
 - забор воды из источника
 - очистка воды по установленным нормам
 - транспортировка воды до конечного потребителя
- Водоотведение
 - отвод сточных вод
 - очистка сточных вод
 - сброс сточных вод

На протяжении последних четырех лет компания демонстрирует уверенные операционные и технические показатели, в том числе ежегодный рост объемов водоснабжения. За 2009 г. этот показатель достиг 479 млн м³ доставленной воды. Компания работает над повышением эффективности своей деятельности по водоснабжению и водоотведению. Коэффициент потери воды находится на стабильно низком уровне 1.3 с тенденцией к снижению. Коэффициенты аварий в сетях водоснабжения и водоотведения также снижаются (1.78 и 6.48 соответственно в 2009 г.). В 2007 г. Росводоканал успешно прошел технико-управленческий аудит Mott McDonald.

Таблица 2. Операционные и технические показатели.

Показатель	2006	2007	2008	2009
Водоснабжение, млн м ³ /год	454	460	493	479
Водоотведение, млн м ³ /год	409	441	461	453

Потребители по категориям

Население, млн.чел.	3 000	3 056	4 077	4 185
Коммерческие организации, тыс. ед.	21,7	27,7	27,7	23,1
Бюджетные организации, тыс. ед.	4,2	5,3	5,3	4,1

Основные производственные коэффициенты

Собираемость платежей, %	91%	97%	98%	96%
Потери воды	1,34	1,29	1,30	1,30
Дополнительный приток стоков	1,30	1,25	1,25	1,24
Аварии в сетях водоснабжения	1,79	1,82	1,78	1,78
Аварии в сетях водоотведения	6,50	6,58	6,48	6,48
Численность персонала в ВК, чел.	9 686	11 295	10 497	10 203

Источник: данные Компании

Стратегия развития

Стратегическая цель Росводоканала – создание национальной публичной компании-оператора водной отрасли, игрока международного уровня с капитализацией не менее 1,5 млрд долл., работающего в соответствии с рыночными механизмами и имеющего положительную кредитную историю. Компания стремится к использованию самых современных технологий для обеспечения доступа населения к надежным поставкам качественной чистой воды и услугам канализации.

Стратегия развития компании предусматривает рост численности обслуживаемого населения до более чем 11 млн чел. с текущих 6,1 млн, увеличение объема производства воды до 1220 млн куб м. с текущих 846 млн, расширение географии присутствия до 15 регионов с текущих 8. Основные целевые рынки компании – города с населением от 0,5 до 1 млн чел. Даты ближайших тендеров по передаче водоканалов в аренду, в участии в которых заинтересован Росводоканал, приведены в таблице ниже.

Таблица 3. Ближайшие тендеры по передаче водоканалов в аренду.

Город	Население, тыс. чел.	Дата тендера
Томск	500	4 кв. 2010г.
Самара	1 150	1 кв. 2011г.
Саратов	900	3-4 кв. 2011г.
Воронеж	900	2 кв. 2011г.
Иркутск	580	3-4 кв. 2011г.
Харьков	1 462	1 кв. 2011г.

Источник: данные Компании



Рынок водоснабжения и водоотведения

Компании, оперирующие на рынке ЖКХ, в том числе в сегменте ВКХ, считаются во всем мире высоконадежным заемщиками с устойчивой моделью бизнеса и стабильной возможностью генерировать денежный поток. Этому способствуют как долгосрочные связи операторов с инфраструктурными объектами, что подразумевает строгий контроль со стороны государства, так и, по сути, «вечная» потребность населения в услугах ЖКХ.

На мировом рынке процесс либерализации сферы ЖКХ начался сравнительно недавно: объекты жизнеобеспечения активно передавались в управление частным компаниям на протяжении последних 30 лет. В России эта тема всерьез стала обсуждаться только в начале 2000-х гг. на фоне существенного износа основных средств в отрасли и необходимости привлечения частных инвестиций. На текущий момент государство активно работает над совершенствованием законодательства в отрасли и привлечением инвестиций.

Рынок водоснабжения и водоотведения в РФ представлен частными и муниципальными предприятиями. По оценкам Росводоканала, объем рынка составляет примерно 350 млрд руб. На текущий момент механизм передачи в управление систем водоснабжения и водоотведения отлажен не полностью. По этой причине около 84% всего рынка до сих пор приходится на долю муниципальных унитарных предприятий (МУП). Увеличение доли частных операторов на рынке является очевидной тенденцией ближайшего будущего, и Росводоканал должен стать одним из главных бенефициаров этой тенденции в силу своей узкой специализации на услугах ВКХ.



Источник: данные Компании, расчеты МДМ Банка



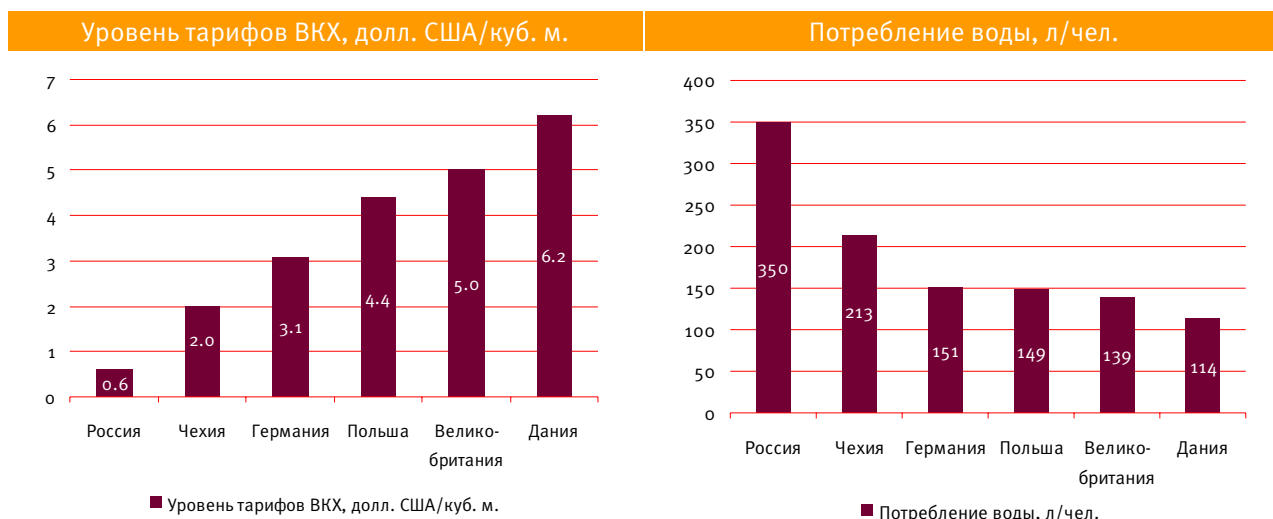
Разница в подходах к ведению бизнеса не позволяет МУП напрямую конкурировать с частными управляющими компаниями. При этом конкуренция в частном секторе носит специфический характер и выражается исключительно в расширении географии присутствия. Ввиду небольшого числа частных операторов, каждый из них позиционирует себя по-своему и работает в рамках индивидуальной стратегии. Так, Росводоканал концентрирует свои усилия непосредственно на управлении ВКХ, в то время как, например, ОАО «Российские коммунальные системы» (РКС) – многопрофильная компания, занимающаяся как водоснабжением и водоотведением, так и тепло- и энергоснабжением.

В отличие от подавляющего большинства МУП, частные операторы, и в первую очередь Росводоканал, реализуют инвестпрограммы по обновлению объектов инфраструктуры. Модернизация и строительство таких объектов осуществляется на основании утвержденных муниципальными органами инвестиционных соглашений.

Российский рынок услуг ВКХ характеризуется высоким уровнем износа оборудования и необходимостью привлечения частных инвестиций для целей модернизации, крайне высоким потреблением воды и низкими тарифами ВКХ по сравнению с мировыми стандартами. Текущая ситуация на рынке, на наш взгляд, предопределяет следующие тенденции в перспективе до 2015 г.:

- рост числа инфраструктурных объектов под управлением частных операторов;
- модернизация основных средств;
- снижение потребления;
- рост тарифов;
- повышение качества очистки воды;

Мы считаем Росводоканал одним из основных бенефициаров отмеченных нами тенденций.



Источник: данные Компании, расчеты МДМ Банка

Конкуренты

ОАО «Евразийский» - крупная инвестиционно-финансовая группа, осуществляющая инвестиции в сектор ЖКХ, в частности, ВКХ, энергетику, а также оказывающая услуги инвестиционного консалтинга. Начав свою деятельность в 1994 г., к 2003 г., с совершенствованием законодательной



базы, а также с усилением инициатив Правительства РФ, направленных на реформирование сектора ЖКХ, Евразийский сосредоточил свои усилия на управлении и финансировании коммунальных проектов, в том числе в сфере ВКХ. В 2006 г. крупнейшим акционером стал Внешэкономбанк. Общая численность обслуживаемого населения – более 3 млн. человек. Консолидированная выручка дочерних и зависимых обществ за 2008 г. – 9.9 млрд руб., плановая выручка на 2009 г. – 12 млрд руб. Совокупный инвестиционный портфель в инфраструктурных проектах на ближайшие 15 лет составляет более 58 млрд руб.

В сфере ВКХ Евразийский реализует три основных проекта:

- Совместный проект с ОАО «ПО Водоканал» г. Ростов-на-Дону и Администрацией Ростова-на-Дону и Ростовской области по созданию коммунальной инфраструктуры, которая откроет возможности для возведения 12.6 млн кв. м. нового жилья (33.5 млрд руб.) - «Комплексная программа строительства и реконструкции объектов водоснабжения и водоотведения Ростова-на-Дону и юго-запада Ростовской области».
- «Программа реабилитации и развития системы водоснабжения и канализации объектов водно-канализационного хозяйства ряда городов Азово-Черноморского побережья» - совместная программа с Администрацией Краснодарского края по разработке программы реабилитации и развитию систем водоснабжения и канализации объектов ВКХ города Сочи и ряда других городов Азово-Черноморского побережья, где средний износ инфраструктурных систем составляет более 70%.
- «Инвестиционный проект «Чистый Дон», целью которого являются строительство и реконструкция элементов системы водоотведения Ростова-на-Дону, обеспечивающих подключение новых потребителей к централизованной системе водоотведения, а также улучшение качества очистки сточных вод на очистных сооружениях канализации.

ОАО «Российские коммунальные системы». Компания образована в 2003 г., в период активного реформирования ЖКХ, и концентрируется на развитии коммунальной инфраструктуры российских городов. Уставный капитал ОАО «РКС» – 4 млрд руб.

Основу бизнеса компании составляют предоставление услуг по теплоснабжению (производство, транспортировка и реализация тепловой энергии), электроснабжению (транспортировка и реализация электроэнергии) и водоснабжению (организация водоснабжения, оказание услуг по водоотведению и реализации воды). При этом, в 2009 г. на долю ВКХ пришлось 21% выручки. Деятельность РКС осуществляется на основании договоров аренды. В сегменте водоснабжения и водоотведения компания работает в Благовещенске, Кирове, Петрозаводске, на территории Пряжинского и Прионежского районов Республики Карелия, в Перми и Пермском крае, Краснокамске, Березниках, Тамбове и ряде других, менее крупных населенных пунктов. Стратегия развития бизнеса РКС предполагает дальнейший рост как за счет расширения спектра оказываемых услуг в регионах присутствия, так и за счет выхода на новые региональные рынки. Общий объем инвестиций на объектах РКС превысил 5.5 млрд руб. Выручка за 2009 г. составила 25.6 млрд руб. (в том числе около 5.4 млрд руб. от сегмента водоснабжения и водоотведения). Компания на 100% принадлежит «Комплексным энергетическим системам», подконтрольным структурам Виктора Вексельберга.

От конкурентов Росводоканал выгодно отличается:

- высокой компетенцией в области ВКХ и новейшими технологиями;
- высококвалифицированным персоналом с многолетним опытом работы;
- уверенным ростом основных операционных показателей;
- наличием мощного лоббистского ресурса у акционера;
- доступом к долгосрочному фондированию;
- достаточным уровнем финансовой прозрачности.

Работа с государством

В мировой практике известны три основные модели организации совместной деятельности государства и бизнеса в сфере инфраструктурных проектов и ЖКХ.

Первая - «немецкая» или «североевропейская» модель. Согласно ей, коммунальные предприятия тепло- и водоснабжения являются акционерными компаниями, контрольный пакет акций которых, или даже 100%, принадлежит муниципалитету. В России в первой половине 2000-х эта модель обсуждалась как наиболее привлекательная.

Вторая - «английская» модель, предполагает приватизацию, в результате которой коммунальные объекты переходят в полную собственность частных компаний. В сфере водоснабжения только два государства пошли по этому пути – Великобритания и Чили.

Третья модель подразумевает сохранение муниципальной собственности на инженерные инфраструктурные объекты и управление этими объектами на контрактных условиях частными операторами. В настоящий момент данная модель является одной из наиболее востребованных в мире, однако ее основоположники – французы, поэтому такую модель принято называть «французской». На сегодняшний день в России активно внедряется «французская» модель, и Росводоканал строит свою работу с государством именно на ее основе.

Росводоканал, являясь частным оператором, арендует водопроводно-канализационные сети и соответствующие объекты на долгосрочной основе, обычно на срок до 25 лет. Инфраструктурные объекты, находящиеся на территории Украины, приобретаются во временное пользование в рамках договора концессии. Номинальная разница между договорами аренды и концессии – различное распределение обязанностей и рисков.

У договора аренды есть ряд юридических недостатков. Так, согласно российскому законодательству, ответственность за состояние основных фондов несет арендодатель, т.е. собственник. Очевидно, что для того, чтобы нести подобную ответственность, он должен, по большому счету, распоряжаться амортизацией, фондами капитальных ремонтов и т.д. Среди других неудобств – неоднозначный процесс досрочного завершения договоров, дающий возможность региональным властям сменить частного оператора. Правда, в данном случае местные власти должны будут компенсировать оператору не окупившиеся инвестиции, поэтому финансовые риски Росводоканала весьма ограничены.

Одной из интересных возможностей для Росводоканала в среднесрочной перспективе является переход на работу с государством в рамках концессионных соглашений. Смысл договора концессии в



том, что полную ответственность за состояние коммунальной инфраструктуры несет именно частный оператор. В этой ситуации задача органов местной власти – не принимать участие в управлении, а только отслеживать через систему мониторинга, насколько добросовестно концессионер (частный оператор) выполняет свои обязанности и справляется со своей работой.

Концессионные соглашения являются наиболее прозрачной и эффективной формой отношений частного бизнеса с органами государственной власти и местного самоуправления, особенно при реализации крупных инвестиционных проектов с длительными сроками окупаемости, характерными для коммунального комплекса, и в том числе ВКХ. Однако до недавнего времени переход к заключению концессионных соглашений в коммунальном комплексе шел медленно. Требования к концессионным соглашениям и правилам их заключения, установленные законодательством (Федеральный закон «О концессионных соглашениях» от 21 июля 2005 г. №115-ФЗ), не в полной мере соответствовали реальным условиям работы коммунального комплекса и не были привлекательными для частных инвесторов в коммунальную инфраструктуру. По сути, закон принимался в спешке, ввиду значительного износа основных средств ЖКХ и необходимости привлечения частного капитала для целей модернизации отрасли. Это привело к ряду юридических сложностей, мешавших практической реализации концессионных соглашений. Среди них выделялись следующие:

- Отсутствие зарегистрированных прав собственности у органов местного самоуправления на указанное имущество.
- Предполагалось, что концессионный договор заключается на строительство отдельного объекта. В рамках ВКХ этот подход плохо применим, так как в рамках модернизации предполагается не только и не столько строительство новых объектов, сколько реконструкция множества имеющихся.
- Ограничения по передаче в залог прав по концессионному соглашению, существенно усложнявшие привлечение долгового финансирования для частных операторов.
- Слабая защита концессионера от изменения правил регулирования тарифов и других действий регулирующих органов. Величина тарифов во многом зависит от федеральных регуляторов, которые не несут ответственности по концессионным соглашениям, заключаемым органами местного самоуправления.

Большинство нареканий было устранено после вступления в силу поправок к закону в июле 2010 г. Среди важнейших принятых дополнений – возможность установления тарифов на срок до пяти лет и исходя из нормы доходности инвестированного капитала, а также прописанный на законодательном, а не на договорном уровне порядок расчетов по не окупившимся инвестициям в случае расторжения концессионного соглашения. Тем не менее, пока в сфере ВКХ концессионные соглашения не заключаются, но участники активно работают над развитием данного направления. На текущий момент обсуждаются процедуры и механизмы перехода на концессию. Заключение подобных соглашений – трудоемкий процесс во всем мире. Так, например, во Франции нормальной является ситуация, когда на обсуждение договора концессии тратится от полугода и больше. И даже после этого заключаются так называемые "открытые договоры" с тем, чтобы в течение 25 лет, например, каждые 5 лет, возвращаться к этому вопросу и анализировать существующую ситуацию по тарифной политике, выполнение концессионером своих обязательств и т.д.



Тарификация

Услуги водоснабжения и водоотведения в России относятся к разряду регулируемых. При регулировании основной целью является баланс интересов поставщика и потребителя. В РФ действует ряд нормативно-правовых актов, регламентирующих ценообразование в области водоснабжения и водоотведения:

- Федеральный закон №210-ФЗ «Об основах регулирования тарифов организаций коммунального комплекса»
- Постановление Правительства № 520 «Об основах ценообразования и порядке регулирования тарифов, надбавок и предельных индексов в сфере деятельности организаций коммунального комплекса».

Регулирование осуществляют органы исполнительной власти субъекта РФ либо органы местного самоуправления. В 2010 г. приняты изменения в 210-ФЗ о передаче регулирования с уровня муниципалитетов на уровень субъекта РФ (однако субъект вправе делегировать свои полномочия на уровень муниципалитета). В данный момент при утверждении тарифов используются два основных метода: метод индексации и метод «затраты +». При расчете вышеуказанными методами, в соответствии с законодательством РФ, тарифы изменяются один раз в год (как правило, это происходит 1 января).

На ежегодной базе власти формируют тарифы для городских водоканалов Росводоканала. Они учитывают расходы на содержание инфраструктуры, а также затраты на текущий и капитальный ремонт. К стоимости этих работ добавляется маржа гарантированной для компании рентабельности, на текущий момент около 5%. Полученная сумма делится на количество отпускаемой воды или принимаемых стоков. Далее применяются так называемые поправки на потери. Получается конечный тариф для потребителя, в котором учтена маржа оператора. Подобная система тарификации, по сути, выгодна для частных операторов, так как она гарантирует доход выше требуемых инвестиций и стабильно учитывает норму прибыли самого оператора. Риск заключается в краткосрочном характере определения тарифной политики и непрозрачности подобной системы для потенциальных инвесторов. Частично эту проблему решают уже обозначенные поправки к концессионному законодательству.

В настоящее время в РФ активно внедряется новый метод тарифного регулирования для организаций коммунального комплекса – метод доходности на инвестированный капитал (RAB), который, в отличие от метода «затраты +», обеспечивает частному оператору гарантированный возврат вложенных инвестиций. Так, в рамках RAB тариф устанавливается на 3-5 лет и не пересматривается в течение этого срока. Если частному оператору удастся оптимизировать инвестпрограмму, снизить уровень расходов, то компания может получить большую маржу. Такая система тарификации является более прозрачной и добавляет бизнесу компании привлекательности в глазах инвесторов. Однако на текущий момент не определена нормативная база, необходимая для перехода на RAB-тарификацию на рынке услуг ВКХ. С появлением необходимой юридической инфраструктуры, компания планирует перейти к утверждению тарифов методом доходности на инвестированный капитал.



Структура потребителей

Структура потребителей представлена физическими и юридическими лицами, при этом последних принято разделять на бюджетные и коммерческие организации. Такое деление продиктовано законодательством, регулирующим взаимоотношения водоканалов и указанных групп потребителей. Соотношение объемов услуг в натуральном выражении (полезный отпуск) для указанных категорий составляет в среднем 30% / 70% в пользу физических лиц по всем водоканалам Группы, за исключением Омска, где доли промышленности и населения практически равны ввиду высокого уровня промышленного развития региона.

Таблица 4. Структура потребителей.

Показатель	РФ							Итого	Украина
	Тверь	Калуга	Омск	Краснодар	Оренбург	Барнаул	Тюмень		Луганск
Водоснабжение									
Население, чел.	368 811	527 788	1 056 837	666 682	485 215	578 048	524 442	4 207 823	1 029 327
Бюджетные организации	361	1 193	812	1 122	273	393	549	4 703	1 037
Коммерческие предприятия	1 922	3 824	3 921	6 748	2 585	3 597	2 968	25 565	6 530
Водоотведение									
Население, чел.	354 936	464 260	899 892	639 790	410 089	499 514	476 898	3 745 379	663 495
Бюджетные организации	363	877	812	1 154	272	396	545	4 419	834
Коммерческие предприятия	1 984	3 803	3 339	7 026	2 586	3 627	2 923	25 288	5 788

Источник: данные Компании

Динамика полезного отпуска в целом по Группе является отрицательной. Эта тенденция обусловлена как кризисными явлениями в экономике, так и экономией со стороны потребителей (в т.ч. за счет установки приборов учета) на фоне роста цен на услуги. Темпы ежегодного падения полезного отпуска составляют 1.5 – 3%. Данная тенденция сохранится в ближайшие годы в связи с требованиями 261-ФЗ об обязательном оснащении приборами учета потребителей – физических лиц и планами по применению повышающих коэффициентов к гражданам, не исполнившим требования закона. Исходя из рабочего проекта постановления правительства, до 1 января 2012 г. все домохозяйства должны быть оснащены приборами учета. Тарифы для потребителей без счетчиков с 1 января 2013 г. будут рассчитываться с повышающим коэффициентом 1.2х, с 2014 г. – 1.4х и т.д. Очевидно, что рост тарифов для потребителей, оснащенных счетчиками, окажется меньшим. На текущий момент, по оценкам Росводоканала, доля потребителей, оборудованных приборами учета, составляет от 10 до 20% и растет в прогрессии. Доля многоквартирных жилых домов, оборудованных приборами учета, достаточна невысока и колеблется по регионам от 50% в Краснодаре до 5-10% в других городах. Доля юридических лиц, оборудованных приборами учета, превышает 95% (не имеют приборов только мелкие потребители, для которых установка приборов учета экономически менее выгодна, чем расчеты по повышенным нормативам).

Тенденция к снижению полезного отпуска - нормальное явление и в мировой практике. Стоит учитывать, что, например, в Москве стоимость услуг водоснабжения по-прежнему в 3 раза ниже, чем в странах Восточной Европы, где, к слову, после коммерциализации рынка ЖКХ потребление снизилось на треть, а тарифы выросли втрое, и почти в 10 раз ниже, чем в Лондоне.

Расчетный период для оплаты услуг различается в зависимости от категории потребителей. Для населения он составляет календарный месяц. Потребители – физические лица должны осуществить оплату до 10 числа месяца, следующего за расчетным. Для юридических лиц длина расчетного периода варьируется в зависимости от масштабов потребления и принадлежности к бюджетной



сфере. В целом, действует правило: чем больше бизнес и чем он дальше от государства – тем чаще происходит оплата услуг. Для крупного бизнеса применяется практика сокращенного расчетного периода (10-15 дней). Расчеты за оказанные услуги осуществляются на основании данных о фактическом потреблении, определяемых по приборам учета либо по нормативам за расчетный период.

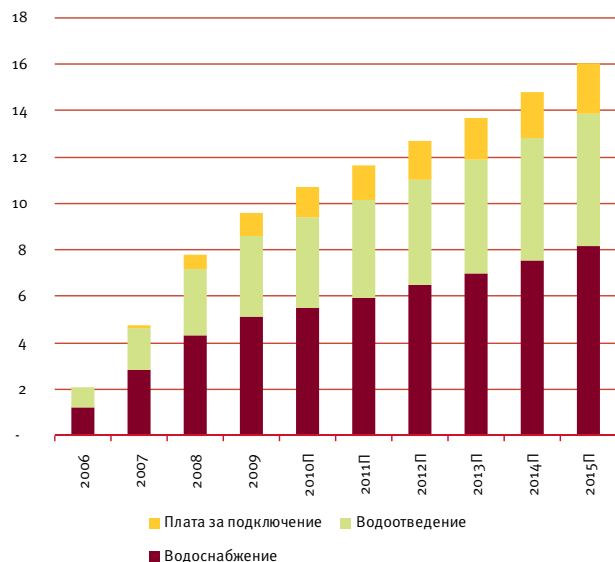
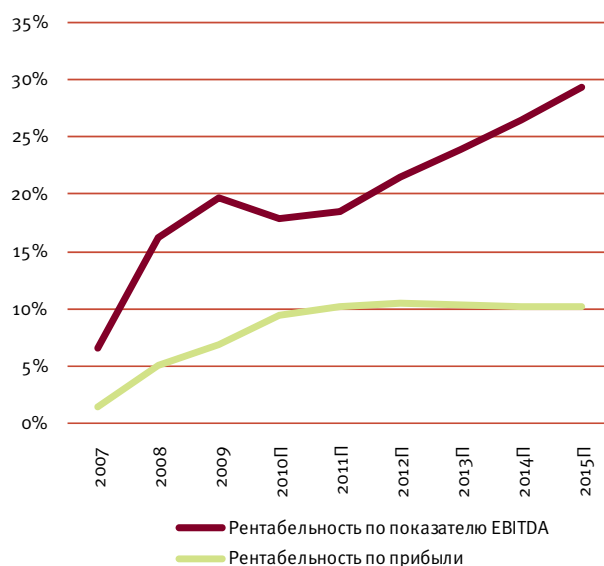
Уровень оплаты за год в среднем по Группе составляет 96% - 97.5%. Однако тут стоит учитывать способ расчета данного показателя. Уровень оплаты рассчитывается как начисления за 12 месяцев календарного года, соотнесенные на поступления за этот же период. Образуется временной лаг в периодах по начислению и поступлению средств. Ежегодное повышение тарифов происходит в январе, а оплата в этом месяце приходит за декабрь. Таким образом, принятый алгоритм расчета показателя по сборам дает не более 80% поступлений в январе и занижает годовой результат.

Компания ведет постоянную работу по повышению собираемости платежей. Наиболее эффективный метод воздействия на должника – юридическое лицо – ограничение объемов предоставления услуг. Поводом для этого может послужить просрочка платежа на 2 и более расчетных периода. Помимо этого, применяются и стандартные юридические процедуры, такие как начисление пени, взыскание задолженности в судебном порядке и пр. При работе с должниками - физическими лицами ограничение объема предоставляемых услуг запрещено действующим законодательством, поэтому для взыскания задолженности компания ограничивается набором стандартных юридических процедур. В целом, по оценкам менеджмента, собираемость платежей с физических лиц в фоновом режиме (без дополнительных мер по взысканию) составляет 90-92%. Обозначенный выше уровень общей собираемости платежей в 96-97.5% является для компании комфортным. За пределами данного диапазона затраты на повышение собираемости не окупаются.

Финансовое положение

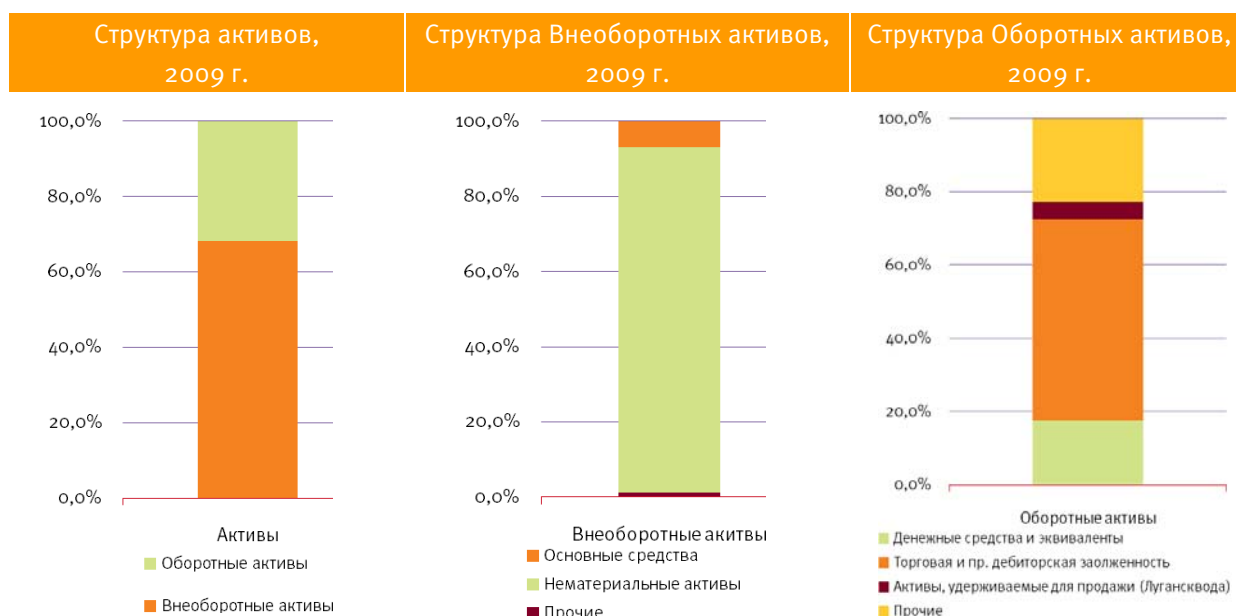
Росводоканал публикует отчетность по МСФО начиная с 2005 г. Ежегодно компания демонстрирует увеличение выручки. Ее среднегодовой рост (CAGR) за период с 2006 по 2009 гг. составил 70.4%. В 2009 г. выручка Росводоканала составила 12.012 млрд руб. Основные источники формирования доходов в 2009 г. - водоснабжение (42.12%), водоотведение (29.2%), плата за подключение (8.3%). В целом, на эти 3 статьи в 2009 г. пришлось 80% всей выручки. По данным менеджмента, структура доходов не претерпит кардинальных изменений в ближайшие 5 лет. При этом, к концу 2015 г. менеджмент ожидает роста выручки на 72% до 20.5 млрд руб.

Показатель EBITDA Росводоканала в 2009 г. составил 2.364 млрд руб. Рентабельность по показателю EBITDA выросла за 2009 г. с 16.2% до 19.7%. При этом, по прогнозу менеджмента, к 2015 г. рентабельность по EBITDA приблизится к отметке в 30%. Начиная с 2007 г. Росводоканал демонстрирует стабильный прирост чистой прибыли. За 2009 г. компания получила 835 млн руб. чистой прибыли. К 2015 г. ожидается ее увеличение до 2.5 млрд руб., а рентабельности по данному показателю – до 10.2% с текущих 7%.

Динамика выручки в разрезе основных статей, руб.

Динамика рентабельности


Источник: данные компании, расчеты МДМ Банка

В структуре активов компании преобладают внеоборотные активы (68.7%), основную долю которых составляют концессионные права (50.1% от внеоборотных активов). По сути, это стоимость основных средств, переданных на баланс в рамках заключенных арендных договоров. Доля Гудвилл (13.5% от внеоборотных активов) образовалась за счет разовой сделки по покупке Омскводоканала в 2007 г. Статья по Авансам на капитальное строительство и НЗС (27.6% от внеоборотных активов) представляет собой объем авансов, полученных по договорам на приобретение основных средств. Основные средства (6.9% от внеоборотных активов) представлены объектами инфраструктуры, а также техникой, находящейся в собственности компании и используемой для обслуживания деятельности по модернизации арендуемого имущества. Большую долю оборотных активов составляет дебиторская задолженность (55%). В 2009 г. ее размер составил 1.791 млрд руб., что выше аналогичного показателя 2008 г. на 74.8%. По словам менеджмента, причиной роста стали два основных фактора – снижение финансовой дисциплины плательщиков на фоне кризиса, а также переход на новый метод распознавания выручки по новым подключениям.



Источник: данные компании, расчеты МДМ Банка

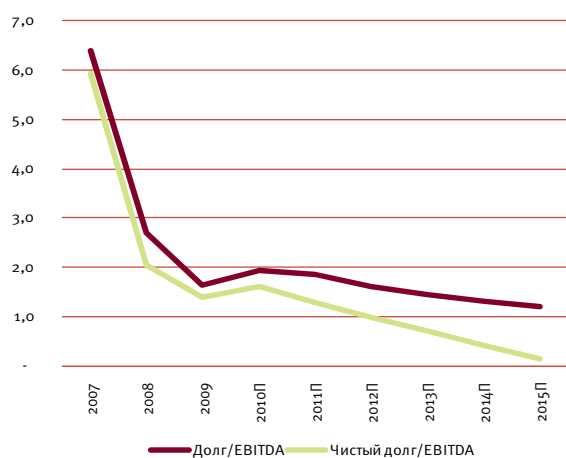
Долг

Долговая нагрузка находится на комфортном для компании уровне: Долг/ЕБИТДА 1.63х, Чистый долг/ЕБИТДА 1.39х на конец 2009 г. Общий уровень долга за 2009 г. снизился на 16.2% до 3.852 млрд руб. При этом в 2009 г. доля краткосрочной задолженности уменьшилась до 59.6% с 69.3% в 2008 г. На долю обеспеченных кредитов приходится 79.8%. Среди залогового имущества – инвестиции Группы в дочерние компании, а также гарантии этих компаний. Средняя стоимость заимствований по итогам 2009 г. составила 10.6%, продолжив снижаться и в 2010 г. По информации менеджмента, к сентябрю 2010 г. этот показатель уменьшился до 8.5%. Коэффициент текущей ликвидности на конец 2009 г. составил 0.62х (против 0.56х в 2008 г.), однако мы ожидаем, что к концу 2010 г. он превысит 0.8х на фоне замещения части краткосрочной задолженности долгосрочной. Снижение доли краткосрочной задолженности является одной из важнейших задач Росводоканала. В целом, к концу 2010 г. мы прогнозируем долговую нагрузку эмитента по показателю Долг/ЕБИТДА на уровне не выше 2х.

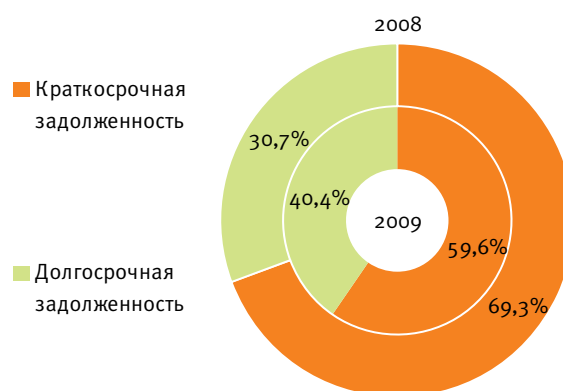
Основу кредитного портфеля компании составляет долгосрочный кредит Европейского Банка Реконструкции и Развития (37.1%), привлеченный в 2008 г. для финансирования инвестпрограммы. Кредит подлежит погашению 40 равными ежеквартальными траншами в период с 2011 г. до апреля 2021 г. Ставка по кредиту равна ставке Mosprime+3.5%. По кредиту предусмотрены следующие ковенанты: по коэффициенту Долг/ЕБИТДА в 2010 г. – не выше 4.0х, после 2010 г. – не выше 3.5х, по коэффициенту текущей ликвидности – не менее 0.8х и 1.1х соответственно.



Динамика долговой нагрузки



Структура долговой нагрузки



Источник: данные компании, расчеты МДМ Банка

Вторая по величине доля долгового бремени приходится на публичный облигационный заем (25.4%) одной из компаний группы – РВК-финанс 1-ой серии, выпущенный незадолго до начала финансового кризиса, в июле 2008 г. Объем выпуска составил 1.75 млрд руб. В 1-м полугодии 2009 г. Росводоканал выкупил облигации с рынка, приобретая у держателей бумаги на 385 млн руб. Затем, в июле 2009 г., успешно прошел установленную оферту, выкупив облигаций на 1.1 млрд. руб., или 63% номинального объема выпуска. Исполнение обязательств по публичному займу в тот период, когда многие эмитенты объявили дефолт ввиду финансового кризиса, позволяет говорить о Росводоканале, как о финансово устойчивой компании с безупречной кредитной историей. На текущий момент, по данным менеджмента Росводоканала, в свободном обращении находится порядка 620 тыс. облигаций.

Инвестиционная программа

Согласно инвестиционным соглашениям, заключаемым в рамках арендных договоров, Росводоканал ведет активную инвестиционную деятельность, направленную на развитие и модернизацию водопроводно-канализационной инфраструктуры РФ. Потребность в инвестициях остается высокой в силу значительного (60-70%) износа инфраструктуры.

Росводоканал реализует крупнейшую в отрасли инвестиционную программу, направленную на реконструкцию и развитие инфраструктуры ВКХ городов присутствия на период 2007-2015 гг., общий объем которой превышает 12 млрд руб.

Таблица 5. Инвестпрограмма.

Показатель	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п	2015п	Итого
Инвестиционные расходы	1 125	1 881	2 024	2 177	2 347	2 534	12 088

Источники покрытия инвестиционных расходов

Инвестнадбавка	433	446	446	441	437	433	2 636
Бюджетное финансирование	31	-	-	-	-	-	31
Плата за подключение	661	1 435	1 578	1 736	1 910	2 101	9 421

Источник: данные компании



Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»

Константин Рогов
Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли на рынке ценных бумаг

Илья Виниченко
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com доб. 2430

Продажи долговых инструментов

Наталья Ермолицкая +7 495 960 22 56

Анна Казначеева +7 495 787 94 52

Людмила Рудых +7 495 363 55 83

Торговля долговыми инструментами

Александр Зубков Alexander.Zubkov@mdmbank.com

Андрей Ларин Andrey.Larin@mdmbank.com

Георгий Великодний Georgiy.Velikodniy@mdmbank.com

Операции РЕПО

Денис Анохин Denis.Anokhin@mdmbank.com

Торговля и продажи на рынке акций

Альберт Хусаинов Albert.Khusainov@mdmbank.com
доб. 2536

Максим Ромодин Maxim.Romodina@mdmbank.com
доб. 52408

Артур Семенов Artur.Semenov@mdmbank.com
доб. 2599

Анастасия Ворожейкина Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com
доб. 2533

Брокерское обслуживание

Анна Ильина Anna.Ilina@mdmbank.com

Игорь Бердин Igor.Berdin@mdmbank.com

Аналитическое управление доб. 2410

Михаил Зак Mikhail.Zak@mdmbank.com Начальник аналитического управления

Николай Гудков Gudkov@mdmbank.com Рынок акций

Дмитрий Конторщиков Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com Рынок акций

Андрей Кулаков, CFA, FRM Kulakov@mdmbank.com Долговой рынок

Владимир Назин Nazin@mdmbank.com Долговой рынок

Редакторская группа

Михаил Ременников Mikhail.Remennikov@mdmbank.com Эндрю Маллиндер Andrew.Mullinder@mdmbank.com

Владимир Попов PopovV@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.