

Первичное предложение

26 августа 2009 года

Календарь размещения							
Анонсированная дата	Эмитент	Серия займа	Объем займа, млрд руб.	Погашение / Оферта	Организаторы	Прогноз организатора	Прогноз НОМОС-БАНКа
28 августа	МРСК ЮГА	02	6.0	5 лет / 2 года	Альфа-Банк, Газпромбанк	18.83-19.35%	19.35%

МРСК ЮГА

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Помимо генерирующих компаний, которые в числе первых вернулись на долговой рынок в этом году, в конце августа с довольно весомым выпуском на 6 млрд руб. выходит МРСК Юга. Размещение бумаг Компании проходит по схеме «book building». Закрытие книги состоится 28 августа, а формальное размещение запланировано на первое сентября. Оферта предусмотрена через 2 года с даты начала размещения облигаций. Выпуск интересен новацией в части установленных ковенант на уровень долговой нагрузки, что не свойственно для рублевых выпусков. О сильных и слабых сторонах операционного и финансового профиля Компании далее в нашем обзоре.

1 пол. 2009	МРСК Юга	Кубаньэнерго	Ленэнерго	МОЭСК	Тюменьэнерго
Операционные характеристики, пол. 2009 г.					
Полезный отпуск, млрд кВтч	7	3	13.7	40.5	35.7
Потери э/э в сетях	7%	11.37%	10.83%	11.6%	2.98%
Линии электропередачи, тыс. км	159	47	55.90	59.8	37.9
Выручка на одну линию, тыс. руб.	58	192	212	694	479
Финансовая характеристика, пол. 2009 г., РСБУ					
Выручка	9 126	9 119	11 856	41 454	18 141
Прибыль от продаж	514	-253	2 073	9 003	2 803
ЕВИТДА	1 518	272	3 669	14 624	4 742
Чистая прибыль	-538	-1 889	1 732	4 381	999
Суммарный финансовый долг	9 435	7 817	11 135	41 854	11 047
Долгосрочный финансовый долг	7 322	6 535	10 900	41 854	8 890
Краткосрочный финансовый долг	2 113	1 282	235	0	2 157
Дебиторская задолженность, покупатели, млн руб.	6 315	2 442	2 061	5 070	1 392
Доля дебиторской задолженности в выручке	1	27%	17%	0	0
Показатели эффективности и покрытия долга, пол. 2009 г., РСБУ					
Рентабельность ЕВИТДА	16.6%	3.0%	30.9%	35.3%	26.1%
Рентабельность продаж	5.6%	-	17.5%	21.7%	15.5%
Рентабельность чистой прибыли	-	-	14.6%	10.6%	5.5%
Debt/ЕВИТДА	3.1	14.4	1.5	1.4	1.2

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКа

На сегодняшний день сектор распределительных сетевых компаний на долговом рынке представлен не так обширно, как генерирующих. До недавнего времени в составе сектора было три имени: МОЭСК, Ленэнерго и Тюменьэнерго. К этим Компаниям нарекания в части кредитного профиля практически отсутствуют. Присутствие в экономически сильных регионах с высокой долей бытового потребления (в части МОЭСК и Ленэнерго) делают операционный профиль указанных распределительных компаний достаточно

привлекательным. На фоне указанных эмитентов МРСК Юга выглядит слабее. В июле на рынок также попытался вторично выйти Кубаньэнерго, однако, по нашим подсчетам, в рынок удалось вернуть менее 10% от трехмиллиардного выпуска. Последнюю компанию МРСК Холдингу не удалось консолидировать в состав МРСК Юга, однако она на сегодняшний день является лишь управляющей компанией для Кубаньэнерго. Такая ситуация стала следствием того, что в рамках консолидации региональных сетевых компаний Юга Роснефть, владеющая через свою дочернюю компанию 26,25% акций Кубаньэнерго, не согласилась с условиями вхождения последней в МРСК Юга. За этим была череда взаимных исков, последнее решение было принято в марте текущего года в пользу дочерней компании Роснефти, в результате чего все осталось без изменения. Мы отмечаем, что в июле собранием акционеров Кубаньэнерго было принято решение об увеличении уставного капитала на 5 млрд руб. Однако 100% кворум по этому вопросу достигнут не был. Мы не ожидаем скорого разрешения конфликта между акционерами, в то же время отмечаем, что, несмотря на юридические проволочки, Компанию можно считать в составе МРСК Юга. Кубаньэнерго является важным активом в составе МРСК Юга, прежде всего, за счет строительства сочинских проектов и ожидаемого последующего роста энергопотребления в регионе. Вместе с тем, на текущий момент финансы Кубаньэнерго производят довольно грустное впечатление.

Среди распределительных компаний, по операционным показателям, МРСК Юга далеко не является лидером. Так, по итогам прошлого года Компания занимала девятую строчку среди 11 межрегиональных распределительных компаний по отпуску электроэнергии в сеть. По протяженности сетей Эмитент также уступает большинству распределительных сетей. Одной из его сильных сторон операционного профиля является низкий процент потерь в сетях, который ниже показателей МОЭСК и Ленэнерго. Преимуществом является также введение RAB регулирования в филиалах Компании на территории Астраханской и Ростовской областях. Согласно итогам второго квартала по сетям этих компаний было передано чуть более половины полезного отпуска МРСК Юга. В остальных областях пока действует традиционное тарифное регулирование «затраты плюс». Основным преимуществом новой методики является предсказуемость тарифного регулирования на ближайшие три года для указанных филиалов МРСК. Также за счет новой методики RAB регулирования позволит повысить операционную эффективность Компании. Дальнейший переход МРСК Юга на новую методику не является для нас очевидным. В сложившихся нестабильных условиях правительство может пересмотреть свои планы на установление трехлетнего регулирования для распределительных компаний.

Финансы

РСБУ, млн руб.	МРСК ЮГА		Кубаньэнерго	
	1 квартал 2009	полугодие 2009	1 квартал 2009	полугодие 2009
Финансовая характеристика, пол. 2009 г., РСБУ				
Выручка	4 461	9 126	4 873	9 119
Прибыль от продаж	-138	514	-237	-253
ЕБИТДА	339	1 518	20	272
Чистая прибыль	-562	-538	-696	-1 889
Активы	36 471	38 104	23 824	24 516
Суммарный финансовый долг	9 228	9 435	7 520	7 818
Долгосрочный финансовый долг	7 115	7 322	6 649	6 535
Краткосрочный финансовый долг	2 113	2 113	871	1 282
Дебиторская задолженность, покупатели, млн руб.	4 551	6 315	1 766	2 061
Показатели эффективности и покрытия долга, пол. 2009 г, РСБУ				
Рентабельность ЕБИТДА	7.6%	16.6%	0.4%	3.0%
Рентабельность продаж	-	5.6%	-	-
Рентабельность чистой прибыли	-	-	-	-
Debt/ЕБИТДА	-	3.1	-	14.4

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

Анализ финансовых результатов Эмитента достаточно затруднителен поскольку сопоставление с итогами аналогичного периода прошлого года невозможно вследствие того, что консолидация Компании завершилась во втором полугодии 2008 года. В целом результаты выглядят мало впечатляюще, особенно на фоне отраслевых аналогов. За второй квартал выручка Компании составила 9,1 млрд руб., операционная прибыль –514,1 млн руб. За первые шесть месяцев был сформирован убыток, прежде всего вследствие процентных платежей (753,6 млн руб.) и прочих расходов в размере 464,6 млн руб. Компания не раскрывает по итогам полугодия структуру прочих расходов, однако согласно данным за 2008 год строка формировалась за счет убытков от операций с ценными бумагами. Насколько такие операции у Компании постоянны, остается только догадываться. Начало текущего года было для МРСК Юга еще более пессимистичным: на конец первого квартала у Компании был сформирован отрицательный операционный итог. Последнее нас несколько настораживает, поскольку традиционно первый и четвертый кварталы являются для Компании наиболее «сильными». По итогам года МРСК Юга ожидает сохранение негативного результата.

Показатели Кубаньэнерго, также далеко не оптимистичны. При положительной динамике выручки (+11% к а.п.п.г до 9,1 млрд руб.) у Компании операционный убыток в размере 667,3 млн руб. и чистый отрицательный результат в размере 1,9 млрд руб. Еще раз напомним, что юридически МРСК Юга является управляющей компанией Кубаньэнерго, однако даже в этом случае есть риск перекладывания убытков «младшей компании» на плечи более старшей. Вследствие этого, рекомендуем принимать во внимание результаты Кубаньэнерго.

Суммарный объем обязательства МРСК Юга по итогам первого полугодия составил 9,4 млрд руб. Исходя из итогов шести месяцев, соотношение Debt/ЕБИТДА составляло 3,1х. Согласно обзору банка организатора, обязательства носят преимущественно краткосрочный характер – 85% от кредитного портфеля. Основная часть долга

погашается в 2010 году, причем большая часть в первом полугодии. Долговой портфель представлен кредитами от Альфа-Банка, Газпромбанка и Оргрэсбанка. Мы отмечаем, что при текущих финансовых показателях новый долг является довольно обременительным. Несколько смягчает это, факт что половина выпуска будет потрачена на рефинансирование. Тем не менее, при оферте в 2011 году Компании придется искать средства для рефинансирования публичного долга.

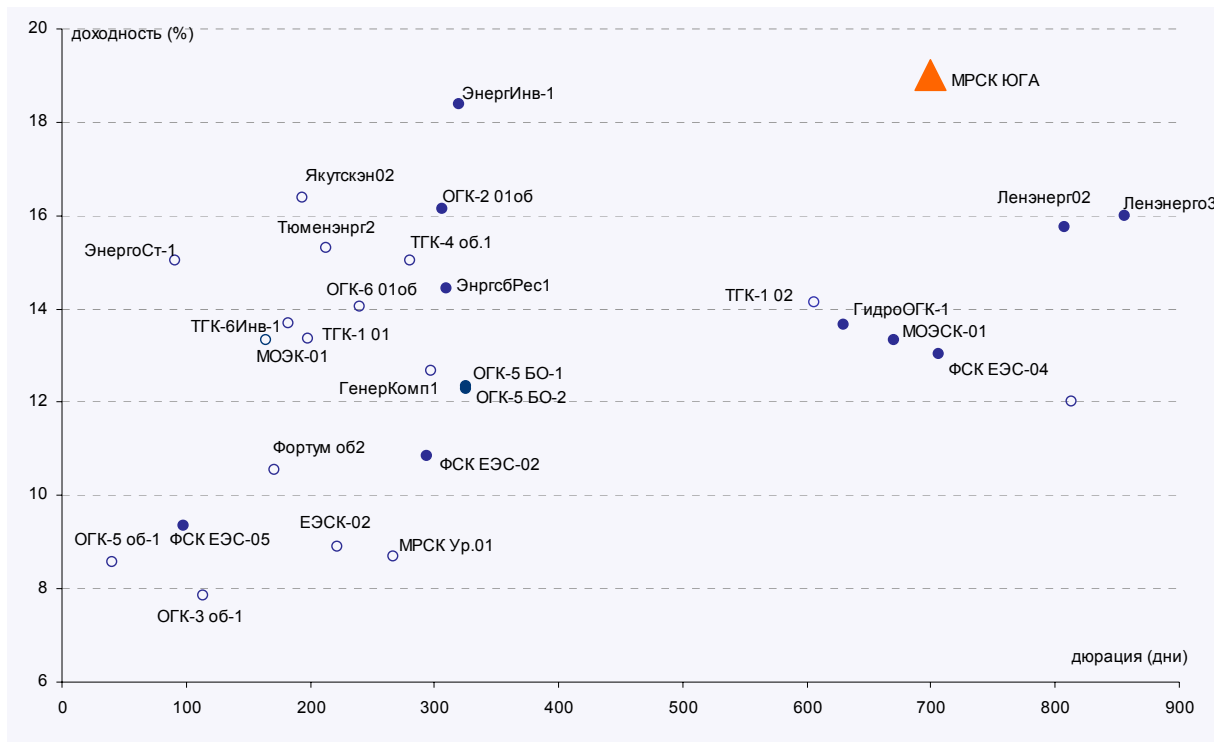
Согласно прогнозам Компании, к концу года обязательства вырастут до 13,4 млрд руб., а соотношение debt/EBITDA составит 4,0х. Напомним, что по выпуску предусмотрены ковенанты, согласно которым долг не может превышать 15 млрд руб, а соотношение debt/EBITDA не более 4,0х. Последний критерий выглядит странно, поскольку как мы указывали выше, прогноз по debt/EBITDA на этот год именно 4,0х. На сегодняшний день решение в части ковенант не раскрыто Компанией, поэтому детали нам не известны. Мы считаем, что ковенанты раскрываемые в виде оферты на сегодняшний день являются довольно спорным инструментом и, как показывает практика, не всегда исполняемы эмитентами. За счет сложившихся родственных отношений с Кубаньэнерго МРСК Юга может привлекать новые долги и на имя на младшей сестры, что не должно привести к неисполнению ковенант, но консолидировано увеличит долг обеих компаний. Таким образом, мы рекомендуем инвесторам не принимать наличие ковенант в выпуске как превалирующий фактор при принятии решений в отношении бумаг МРСК Юга.

В кредитном профиле Эмитент нас такжестораживает довольно весомая дебиторская задолженность. На конец полугодия покупатели были должны Компании 6,3 млрд руб., что на 80% выше уровня на начало года. Соотношение дебиторской задолженности к выручке по итогам отчетного периода составило 69%, для сравнения у Ленэнерго за тот же период соотношение составляло 17%, МОЭСК 12%, Кубаньэнерго – 27%.

Согласно последним сообщениям представителей Компании, МРСК Юга собирается подготавливать отчетность по МСФО и получать рейтинг от международных агентств. Однако, как мы понимаем, перспектива таких событий для Компании достаточно долгосрочная, особенно в части получения рейтинга, поскольку здесь требуется наличие отчетности по МСФО за три года.

Ключевым преимуществом выпуска является обещанная довольно высокая доходность по бумагам Эмитента. Как нам сегодня стало известно, по выпуску ожидается двухлетняя оферта. Исходя из обозначенного диапазона купона, доходность по выпуску может быть в диапазоне от 18,81% до 19,35%. Бумаги остальных энергокомпаний торговались с более низкими значениями. Мы считаем, что указанный диапазон призван компенсировать слабый кредитный профиль эмитента. Выпуск может быть интересен инвесторам с аппетитом к риску. В этом случае мы рекомендуем участвовать инвесторам в размещении по верхней границе диапазона организатора. Вместе с

тем, мы считаем, что на более коротком отрезке дюрации есть бумаги может быть с менее привлекательной доходностью, но более успешным кредитным профилем. Среди таких бумаг нам нравятся выпуски Тюменьэнерго (УТР 15,29%, 213 дн.) и ОГК-6 (УТР 14.04, 239 дн.).



Контакты

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Гильманов Марат / ext. 3141	gilmanov_mr@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.