

## МРСК Центра (-/B/-)

Параметры нового выпуска МРСК Центра

Серия	Объем, млн руб.	Оферта/ Погаш., лет	УТР, %
БО-01	4 000	-/3	9,2-9,73%

Источник: данные организатора

### МРСК Центра – размещение в условиях дальнейшей неопределенности сектора.

Первичное предложение МРСК Центра, на фоне размещения бондов МОЭСК, мы считаем интересным, начиная от доходности в 9,4% годовых. Мы отмечаем, что перспективы сектора на сегодняшний день довольно туманны и не поддаются прогнозированию.

МРСК Центра планирует 9-11 октября провести сбор заявок на облигации серии БО-1 объемом в 4 млрд руб. Диапазон ставки купона составляет 9-9,5%, что соответствует доходности в 9,2-9,73%.

### Вкратце о МРСК Центра.

Запланированное размещение это дебют компании на локальном долговом рынке. Если вкратце, то МРСК Центра в ходе реорганизации получила активы Воронежэнерго, Курскэнерго, Костромаэнерго, Липецкэнерго, Тверьэнерго, Смоленскэнерго, Орелэнерго, Тамбовэнерго и Ярэнерго. Соответственно понятно, на территории каких регионов на сегодняшний день работает МРСК Центра. С 2011 года для всех филиалов компания применяет RAB реулирование. Основным акционером на сегодняшний день является холдинг МРСК, которому принадлежит 50,23%, в свободном обращении около 30% акций, остальные - в собственности отраслевых фондов.

### Дальнейшие перспективы отрасли все еще туманны.

Как мы отмечали ранее в комментарии к размещению МОЭСК - [http://www.nomos.ru/upload/iblock/5a5/primary\\_07092012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/5a5/primary_07092012.pdf), состояние отрасли на сегодняшний день можно отметить как достаточно туманное. Во-первых, нет данных по RAB реулированию, которые должны появиться ближе к ноябрю, во-вторых, объединение с ФСК также пока не приобрело каких-нибудь четких очертаний. В части первого даже публикация в ноябре данных по RAB реулированию не гарантирует долгосрочности данных решений. Так, согласно последнему заявлению господина Дворковича, действующая модель рынка является не эффективной и на текущий момент правительство готовит новую модель. Ожидается, что новые правила работы рынков будут разработаны до конца года, утверждены в первой половине 2013 года и начнут действовать в 2014 году. По мнению А.Дворковича, система RAB может быть масштабно введена с 2014 года, тогда же ожидается решение вопроса «последней мили». Стоит напомнить, что в прошлом параметры RAB реулирования для МРСК Центра были достаточно комфортными. Отдельно отметим, что вопрос «последней мили» является довольно острым для сектора. Так, в начале года НЛМК подал иск к МРСК Центра на 9 млрд руб. об оспаривании договора «последней мили» за 2008-2001 годы. На текущий момент судебное решение не вынесено. Объем 9 млрд руб. - это более 10% от выручки МРСК Центра за 2011 год.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

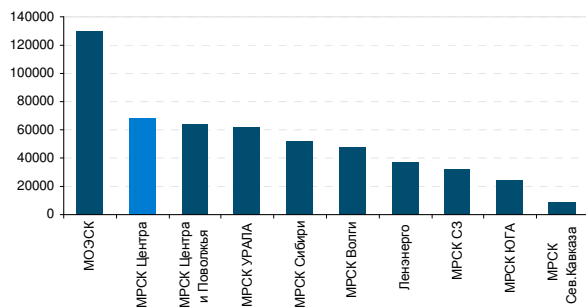
Объединение с ФСК также пока не приобрело каких-нибудь четких очертаний. Вместе с тем, мы, как и ранее, считаем, что объединение с ФСК может стать драйвером для сужения спреда с кривой ФСК и является ключевым фактором для участия в первичных размещениях сетевых компаний. Здесь стоит вспомнить опыт МРК Связьинвеста, которые после объявления о слиянии с Ростелеком выровняли свою доходность. Однако еще раз стоит отметить, что пока все-таки конечные параметры сделки не определены. Согласно последним новостям, правительство определит судьбу ФСК и Холдинга МРСК к середине следующего года, передает Интерфакс слова вице-премьера Аркадия Дворковича. Новая стратегия компаний может быть объявлена после разрешения более тяжелых вопросов отрасли, в том числе, проблемы «последней мили». Таким образом, ждать скорого upside бумаг, подкрепленного возможным объединением компании, на вторичном рынке вряд ли стоит в ближайшее время.

### Кредитный профиль – без особых нареканий.

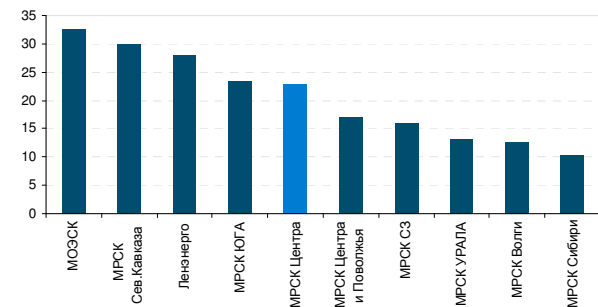
Придаться к кредитному профилю компании достаточно сложно. МРСК Центра является одной из лучших компаний среди дочек МРСК Холдинга, зачастую уступая только МОЭСК как по объему получаемой прибыли, так и по уровню долговой нагрузки.

За полугодие выручка показала незначительное снижение, однако прибыльность, как и у большинства компаний сектора, вследствие снижения цен показала обратную динамику. Долговая нагрузка также довольно комфортная - метрика Debt/LTM EBITDA показывала довольно стабильные значения в последние годы: по итогам полугодия – 1,4х. Структура долга носит преимущественно долгосрочный характер – 94% обязательств имеют срочность свыше года, а короткая часть заимствований с запасом покрывается имеющимся объемом денежных средств в размере 3,3 млрд руб. Текущая инвестиционная программа, которая может быть пересмотрена, согласно отсутствию решений правительства, предусматривает инвестиции в течение следующих 5 лет в размере 88 млрд руб. Безусловно, в условиях отсутствия информации о будущем сектора и компании в частности, в том числе в части тарифного регулирования, довольно сложно. Однако, учитывая текущие предпосылки, мы не ждем весомого роста долговой нагрузки МРСК Центра, по нашим прогнозам, Debt/EBITDA не должен превысить значения в 1,6х.

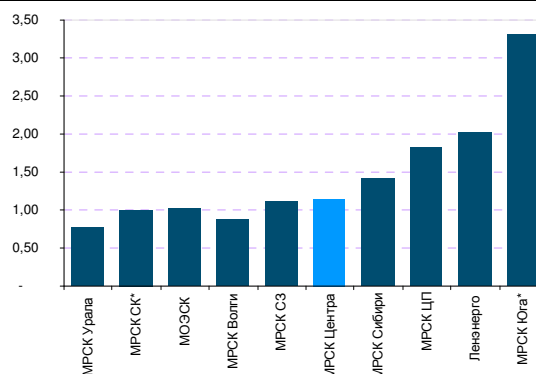
Выручка компаний МРСК Холдинга, млн руб.



Рентабельность компаний МРСК холдинга EBITDA margin, %



Долговая нагрузка компаний МРСК Холдинга, Debt/EBITDA



**Справедливая премия к МОЭСК не менее 40 б.п.**

Обозначенные МРСК Центра уровни дают премию к размещению МОЭСК от 20 до 70 б.п. Бумагам МОЭСК пока что не удалось показать рост цены на вторичном рынке – бонды сохраняют значение номинала. Компании на сегодняшний день обладают одинаковыми рейтингами, однако все же масштабы и рентабельность МОЭСК в разы больше. Мы считаем, что премия в 20 б.п. не дает достаточной компенсации за разницу в масштабах бизнеса и в кредитном качестве компаний. Справедливым мы считаем премию от 40 б.п. к МОЭСК, то есть участие выглядит интересным, начиная от 9,4% годовых.

**Финансовые показатели МРСК Центра по МСФО**

млн руб.	МРСК Центра, МСФО				
	2010	2011	пол. 2011	пол. 2012	Изм. пол.2012/ пол.2011, %
Выручка	60 614	69 041	34 153	35 215	3,1
Операционный денежный поток	10 512	15 287	10 137	7 760	-23,4
Свободный денежный поток	-982	-255	5 103	2 056	-59,7
ЕБИТДА	13 181	14 659	9 169	9 580	4,5
Чистая прибыль	5 101	5 534	3 837	3 456	-9,9
% расходы	1 642	1 674	848	962	-11,8
ЕБИТДА/% расходы	8,03	8,76	10,81	9,96	8,5
Рентабельность ЕБИТДА	21,7%	21,2%	26,8%	27,2%	-0,4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	8,4%	8,0%	11,2%	9,8%	-1,4 п.п.
	2010	2011	пол. 2012	Изм. пол.2012/2011, %	
Активы	62 972	76 817	82 767	7,7	
Денежные средства и их эквиваленты	259	2 646	3 322	25,6	
Финансовый долг, в т.ч.:	14 936	21 237	21 387	0,7	
долгосрочный	13 770	20 070	20 164	0,5	
краткосрочный	1 166	1 167	1 223	4,8	
Чистый долг	14 677	18 591	18 064	-2,8	
Фин.долг/ЕБИТДА	1,13	1,45	1,42	-0,03	
Чистый долг/ЕБИТДА	0,98	0,88	1,20	0,32	
Фин. долг/Активы	0,24	0,28	0,26	-0,02	

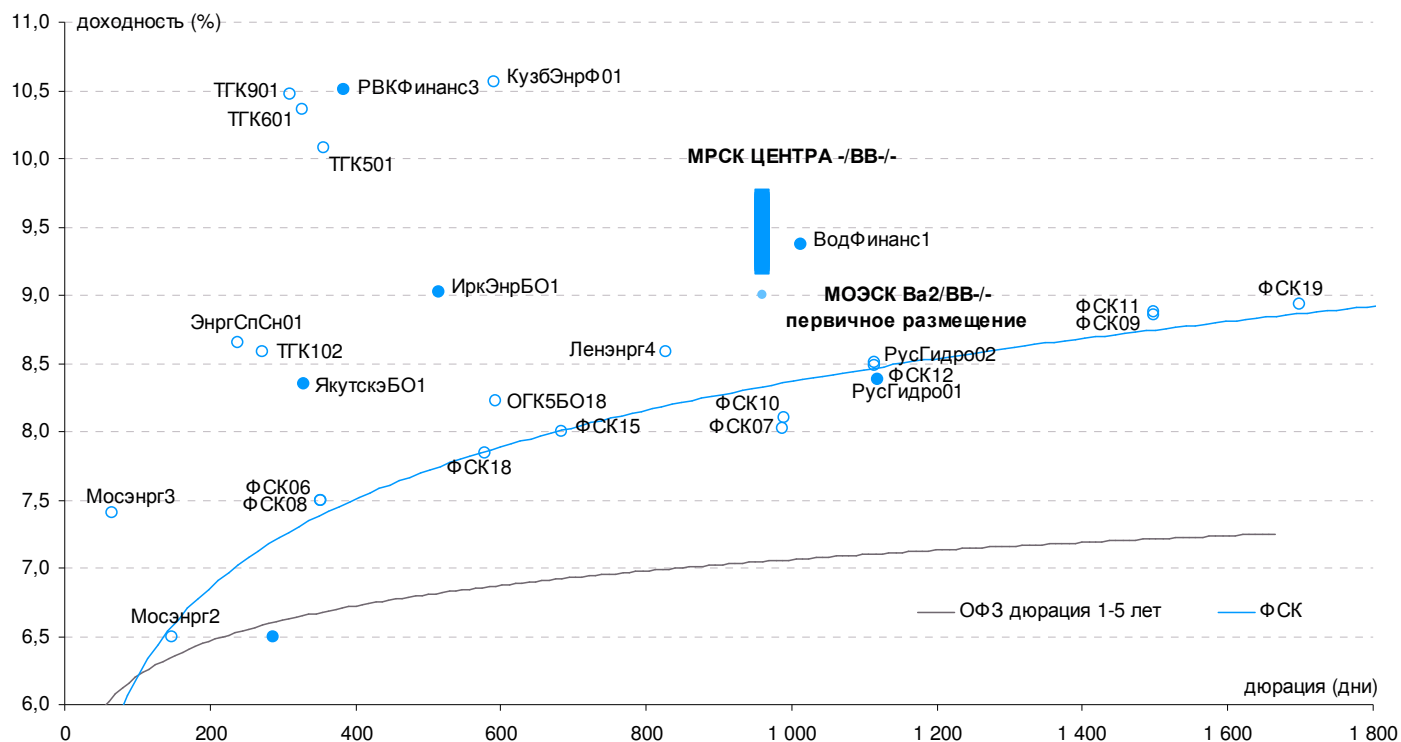
Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

**Финансовые показатели МРСК Центра и МОЭСК**

млн руб.	МОЭСК	МРСК ЦЕНТРА
	2011	2011
Выручка	129 366	69 041
Операционный денежный поток	33 816	15 287
Свободный денежный поток	4 040	-255
ЕБИТДА	45 286	14 659
Чистая прибыль	18 043	5 534
% расходы	1 789	1 674
Активы	249 559	76 817
Денежные средства и их эквиваленты	3 945	2 646
Финансовый долг, в т.ч.:	46 476	21 237
долгосрочный	39 967	20 070
краткосрочный	6 509	1 167
Чистый долг	42 531	18 591
Рентабельность ЕБИТДА	35,00%	21%
Рентабельность по чистой прибыли	13,90%	8,02%
Фин.долг/ЕБИТДА	1,03	1,45
Чистый долг/ЕБИТДА	0,94	1,27
ЕБИТДА/% расходы	25,31	8,76
Фин. долг/Активы	0,19	0,28

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

## Доходности облигаций компаний сектора электроэнергетики



**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютов**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.