

Август 2009

Электроэнергетика

Денис Воднев

DVodnev@alfabank.ru

Москва (+7 495) 792-5847

Екатерина Журавлева

EZhuravleva@alfabank.ru

Москва (+7 495) 974-2515 доб. 7121

www.alfabank.ru

МРСК Юга

Являясь стратегически важным предприятием, реализующим программу по развитию энергетики в Южном Федеральном Округе, МРСК Юга имеет относительно невысокие инвестиционные риски. Компания обладает значительным потенциалом роста за счет планирующейся консолидации Кубаньэнерго. Благодаря этому, приобретение облигации МРСК Юга позволит инвесторам защитить свои средства в период рыночной волатильности, получая стабильный и высокий доход.



- МРСК Юга является действующей операционной компанией, стоимость активов которой за первое полугодие 2009г. составила 38,1 млрд. руб.
- Сильная структура акционеров: контрольный пакет акций принадлежит Холдингу МРСК (51,66%).
- Стратегически важный объект для государства. МРСК Юга обеспечивает транспортировку электроэнергии на территории 6 субъектов РФ: Краснодарского края, Ростовской, Астраханской и Волгоградской областей, республик Калмыкия и Адыгея. Обслуживает территорию общей площадью 423 тыс. кв.км, протяженность воздушных и кабельных линий электропередачи, обслуживаемых компанией достигает 250 тыс.км
- Планирующееся присоединение Кубаньэнерго к МРСК Юга значительно улучшит кредитные показатели последней. По объемам выручки Кубаньэнерго превосходит МРСК Юга почти в 1,5 раза. В результате консолидация Кубаньэнерго практически удвоит генерируемый денежный поток МРСК Юга.
- Переход с тарифов на основе «издержки плюс» на систему регулирования RAB (метод доходности инвестированного капитала) позволит МРСК Юга обеспечить стабильный денежный поток на горизонте пяти лет за счет тарифа на передачу электроэнергии. Таким образом, в среднесрочной перспективе это снизит риски рефинансирования и позволит компании занимать долгосрочный капитал.

Параметры займа

Эмитент	ОАО « МРСК Юга»
Выпуск	Серия 02
Поручитель	ОАО «ПСХ им. А.А.Гречко»
Объем, млн. руб.	6 000
Дата размещения	Август 2009
Цена размещения	По номиналу
Номинал	1000 руб.
Погашение	2014 г.
Оферта	1 – 2 года
Ставка купона	определяется при размещении
Купонный период	6 месяцев
Организаторы	Альфа-Банк Газпромбанк
Платежный агент	Альфа-Банк
Способ размещения	Book-building

Основные финансовые показатели МРСК Юга, млн. руб РСБУ	2008	1 пол.2009	2009П	2010П
Выручка	13 092,6	9 125,7	19 811,6	24 851,2
Операционная прибыль	1 784,5	514,1	1 336,2	3 282,1
EBITDA (12 месяцев)	3 135,0	3 379,1	3 190,2	3 987,9
Рентабельность EBITDA	23,9%	17,4%	16,1%	16,0%
Процентные платежи	(579,4)	(753,6)	(1 403,8)	(1 778,9)
Чистая прибыль	486,0	(538,5)	(491,5)	112,3
Денежные ср-ва	490,7	320,0	394,4	232,2
ИТОГО АКТИВЫ	35 693,4	38 103,8	38 814,9	41 521,8
Собственный капитал	21 257,3	20 759,1	19 813,5	19 610,5
Финансовый долг	9 304,7	9 435,2	12 829,2	13 432,9
Чистый долг	8 814,0	9 115,2	12 434,8	13 200,7
Чистый долг/EBITDA	2,8x	2,6x	3,8x	3,3x
Чистый долг/Собственный капитал	0,4x	0,4x	0,6x	0,7x
EBITDA/ процентные платежи	5,4x	2,1x	2,3x	2,2x

Источник: МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

Содержание

Общие сведения	3
Операционная деятельность	4
Краткая характеристика сетей	4
Технологические присоединения	4
Место РСК электроэнергетики России.....	5
Тарифы филиалов МРСК Юга	7
Переход с тарифов на основе «издержки плюс» на систему регулирования RAB до 2010г.....	8
Инвестиционная программа	11
Финансовые показатели	12
Финансовые результаты МРСК Юга	12
Текущий кредитный портфель.....	14
Приложения	15
Приложение 1. Бухгалтерская отчетность по РСБУ	15

Общие сведения

**ОАО «МРСК Юга»
образовано в июне
2007 года**

МРСК Юга было образовано в результате реформирования электроэнергетической отрасли в июне 2007 года на основании решения РАО ЕЭС России.

План реформирования РАО ЕЭС предполагал объединение региональных сетевых компаний в 10-12 Межрегиональных Распределительных Сетевых Компаний (МРСК). В декабре 2007г. в результате реорганизации к МРСК Юга были присоединены Астраханьэнерго, Волгоградэнерго, Ростовэнерго, Калмэнерго. Также в рамках реформирования отрасли планировалось присоединение Кубаньэнерго, однако оно было приостановлено. В настоящий момент МРСК Юга исполняет в ней функции единоличного исполнительного органа.

В результате реформы МРСК Юга стала самым крупным субъектом электроэнергетики, оказывающим услуги по передаче энергии потребителям на территории Юга России. В настоящий момент МРСК Юга обслуживает территорию общей площадью 423 тыс. кв. км, протяженность воздушных и кабельных линий электропередачи достигает 250 тыс. км.

Илл. 1: География деятельности МРСК Юга

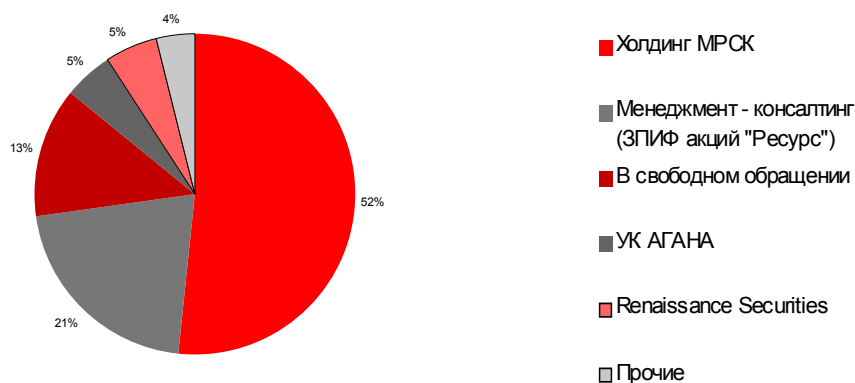


Источник: МРСК Юга

**Крупнейший
акционер – Холдинг
МРСК**

Крупнейшим акционером МРСК Юга является Холдинг МРСК, который контролирует 51,7% акций предприятия. Еще одним крупным акционером МРСК Юга является Менеджмент-консалтинг, осуществляющий управление ЗПИФом Ресурс. В структуре акционеров Холдинга МРСК порядка 52% принадлежит государству, оставшиеся 48% - миноритариям. На сегодняшний день холдинг МРСК владеет контрольными пакетами во всех 11 МРСК.

Илл. 2: Состав акционеров МРСК Юга



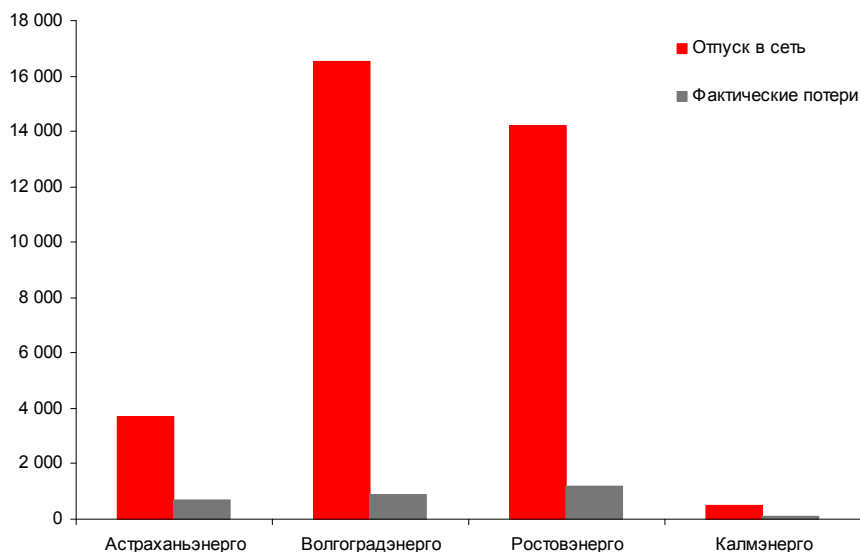
Источник: МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

Операционная деятельность

Краткая характеристика сетей

Основным видом деятельности МРСК Юга является передача и распределение электроэнергии по электрическим сетям напряжением 110 Вт и ниже на территории 6-ти регионов Южного Федерального округа. Основными операционными компаниями МРСК Юга являются. Ростовэнерго и Волгоградэнерго. В 2008г. на их долю приходилось более 90% передач электроэнергии МРСК

Илл. 3: Основные характеристики сетевого хозяйства в 2008г., тыс. МВт



Источник: МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

В 2008 г. суммарные потери электроэнергии в сетях МРСК Юга составили 8.21%. Одним из направлений инвестиционной программы компании в том числе является и модернизация сетевого хозяйства, направленная на снижение технологических потерь в сетях. Сейчас, потери электроэнергии включены в тариф на транспортировку, т.е. фактически, технологические потери оплачивают конечные потребители.

В 1-м полугодии 2009г. филиалы МРСК Юга снизили объемы передачи электроэнергии. Это вызвано уменьшением электропотребления крупными промышленными потребителями, что обусловлено общим снижением производства в стране.

Технологические присоединения

Другим важным направлением деятельности МРСК Юга является технологическое присоединение новых пользователей. Решение взимать плату за технологическое присоединение основано на трех главных принципах:

- Плата за присоединение возмещает расходы, понесенные электросетевой компанией;
- Плата за присоединение налагает на сетевую компанию обязательство принять все меры, необходимые для своевременного присоединения;
- Плата за присоединение носит однократный характер и пропорциональна требуемой мощности.

В соответствии с действующим законодательством размер платы за технологическое присоединение устанавливается регулирующими

органами в каждом регионе отдельно. Таким образом, из-за отсутствия единой методики в 2008г. в филиалах МРСК Юга действовали различные по форме дифференциации ставки платы.

С конца 2008г. отмечается снижение спроса на услуги по присоединению, т.к. финансовый кризис отразился, как на платежеспособности потенциальных заявителей, так и на их потребности в дополнительной электроэнергии. В 1-м квартале 2009г. был заключен 1021 договор на подключение на общую мощность 44 МВт, что составляет 22% от запланированного годового объема. Компания ожидает начала восстановления спроса на технологическое присоединение в 2010г.

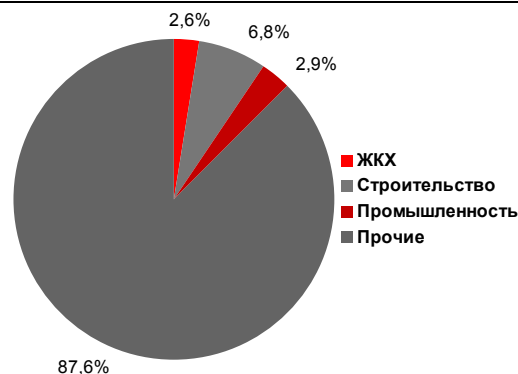
Всего в 2008 г. было принято 8507 заявок на технологическое присоединение к электрическим сетям МРСК Юга общей мощностью 1 118,5 МВт. Из них заключено 6 637 договоров присоединения общей мощностью 462,6 МВт. Выполнено около 5000 присоединений, общая мощность которых составляет 144 МВт.

Илл. 4: Динамика объемов технологических присоединений, МВт



Источник: МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

Илл. 5: Отраслевая структура заявок на технологическое присоединение

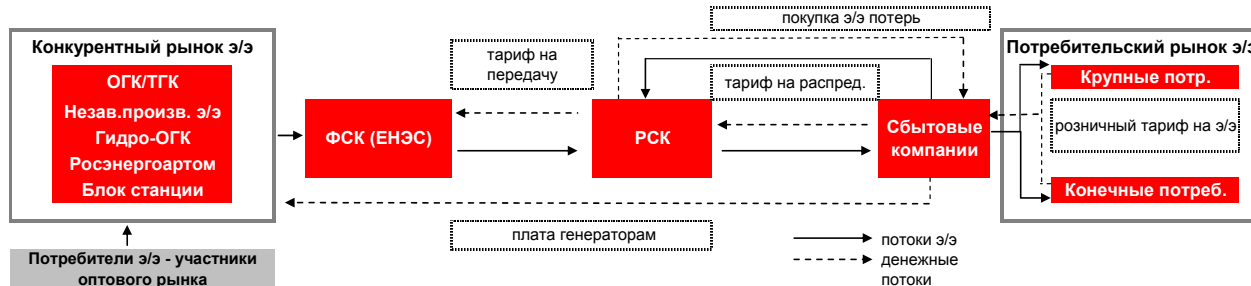


Источник: МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

Место РСК электроэнергетики России

МРСК занимают важное место в системе передачи электроэнергии от ее производителей к конечным потребителям. Ниже представлена схема, демонстрирующая место МРСК в стоимостной цепочке сектора в целом:

Илл. 6: Место распределительных сетевых компаний (РСК) в стоимостной цепочке сектора



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Основными потребителями российских распределительных компаний являются сбытовые компании. Они приобретают электроэнергию у генерирующих компаний на оптовом рынке, а затем перепродают ее потребителям на региональном уровне, оплачивая электросетевым компаниям поставку электроэнергии конечным потребителям (на этапе «последняя миля») согласно распределительному тарифу.

В свою очередь, распределительные сетевые компании оплачивают выплаты (по установленным правительством тарифам) передачу электроэнергии как Федеральной сетевой компании, так и региональным

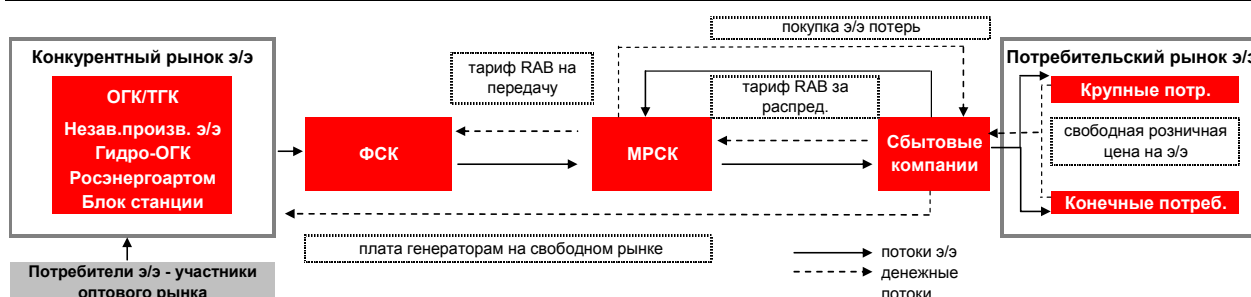
магистральным сетевым компаниям, которые подлежат консолидации в ФСК. Тариф устанавливается Федеральной тарифной службой ежегодно и представляет собой фиксированную сумму, за единицу мощности, присоединенной к единой национальной электрической сети (в рублях за кВт/ч).

Эта плата за передачу электричества сетевыми компаниями включена в их операционные расходы, составляя в среднем до 20-30% общих операционных затрат, и всегда отражается в тарифах по системе «издержки плюс» для распределительных сетевых компаний. Таким образом, тарифы на передачу переходят через распределительные тарифы к сбытовым компаниям, приобретающим электроэнергию на оптовом рынке, и ложатся в итоге на конечных потребителей.

Роль распределительных сетевых компаний в стоимостной цепочке сектора защищает их от проблем сбора денежных средств и неплатежей со стороны конечных потребителей. Эти риски полностью лежат на сбытовых компаниях, напрямую связанных с конечными потребителями (включая население, небольшие промышленные предприятия и региональные коммунальные службы). В свою очередь, сбытовые компании оплачивают услуги электросетевых компаний независимо от того, насколько своевременно они получают денежные средства. На данный момент сбытовые компании намного больше подвержены риску неплатежей из-за менее предсказуемых финансовых потоков. В распределительных компаниях единственная неопределенность связана с тарифным регулированием, лежащим в плоскости взаимодействия с региональными властями.

Ниже представлена схема, иллюстрирующая стоимостную цепочку в российском энергетическом секторе.

Илл. 7: Стоимостная цепочка для распределительных сетевых компаний



Источник: Отдел исследований Альфа-Банк

Федеральная сетевая компания консолидировала все региональные магистральные сетевые компании, отделившиеся от различных АО-энерго, а распределительные сетевые компании консолидировались в несколько МРСК. В настоящий момент меняется существующий механизм установления тарифов для ряда участников стоимостной цепочки. Распределительные тарифы и тарифы на передачу по системе «издержки плюс» будут заменены на тарифы RAB, а цены для конечных потребителей на региональном уровне постепенно либерализуются. Это не касается бытовых потребителей, которые, по меньшей мере на следующие пять лет, будут защищены от нерегулируемого ценообразования.

В то же время положение распределительных сетевых компаний в стоимостной цепочке остается неизменным, поскольку схема регулирования тарифов не предполагает какого-либо изменения роли этих компаний в отрасли.

Тарифы филиалов МРСК Юга

В 2009г. на территории всех субъектов РФ действует единый (котловой) метод расчета тарифов на услуги по передаче электроэнергии. В целях реализации системы «котла» применяются базовые модели взаимоотношений между сетевыми организациями всех уровней и потребителями электроэнергии (сбытовыми компаниями, гарантирующими поставщиками): «котел-сверху», «котел-снизу», «котел-сбоку».

Особенностью «котла» является то, что для всех потребителей одного класса напряжения передача электроэнергии осуществляется по единому тарифу независимо от того, к сетям какой организации они присоединены.

Модель «котла» в филиалах МРСК Юга, утвержденная регулируемыми органами в 2009г.

Наименование филиала	Модель «котла»	Описание «котла»
Астраханьэнерго	«Котел-сверху»	Держатель «котла» - Астраханьэнерго. Астраханьэнерго собирает всю сетевую НВВ от всех ЭСК региона и оплачивает транзит по сетям ТСО
Волгоградэнерго	«Смешанный котел». С 01.05.09 изменена модель «котла» на «котел-сбоку»	«Два котла». В регионе 2 держателя котла: Волгоградэнергосбыт и Волгоградэнерго. Волгоградэнерго получает сетевую выручку от потребителей по прямым договорам по котловым тарифам и от Волгоградэнергосбыта по индивидуальным тарифам. Волгоградэнерго рассчитывается с ТСО, через сети которых осуществляется передача электроэнергии потребителям независимых ЭСК. Волгоградэнергосбыт собирает остальную котловую выручку и рассчитывается с другими ТСО и Волгоградэнерго по индивидуальным тарифам.
Калмэнерго	«Котел-снизу»	Калмэнерго формирует свою выручку по котловым тарифам за полезный отпуск потребителям Калмэнергосбыта, присоединенным к сетям Калмэнерго и по индивидуальным тарифам за отпуск из сети Калмэнерго в сети ТСО
Ростовэнерго	«Котел-сверху»	«Два котла». В регионе 2 крупные сетевые компании – держатели котла: Ростовэнерго и Донэнерго. Ростовэнерго собирает свою часть сетевого котла (от всех ЭСК и от Донэнерго) и отдает часть сетевой выручки своим нижестоящим ССО по индивидуальным тарифам. Донэнерго собирает свою часть сетевого котла от Донэнергосбыта, Энергосбыта и Ростовэнерго по котловым тарифам и отдает часть выручки в Ростовэнерго и нижестоящие ТСО по индивидуальным тарифам

В 1-м квартале 2009г. у МРСК Юга было 44 потребителя услуг по передаче электроэнергии. Основными потребителями услуг компании являются:

- энергосбытовые компании (Астраханская энергосбытовая компания, Волгоградэнергосбыт, Калмэнергосбыт, Энергосбыт Ростовэнерго, Нижноватомэнергосбыт, Русэнергосбыт)
- независимые региональные производители электроэнергии (НЗСП, Оптовая электрическая компания, Каустик, ЛУКОЙЛ Нижневолжскнефть, Волгоградтрансгаз)
- территориальные сетевые организации – субъекты розничного рынка (Донэнерго)

Потребителями услуг по технологическому присоединению к сетям являются как юридические, так и физические лица.

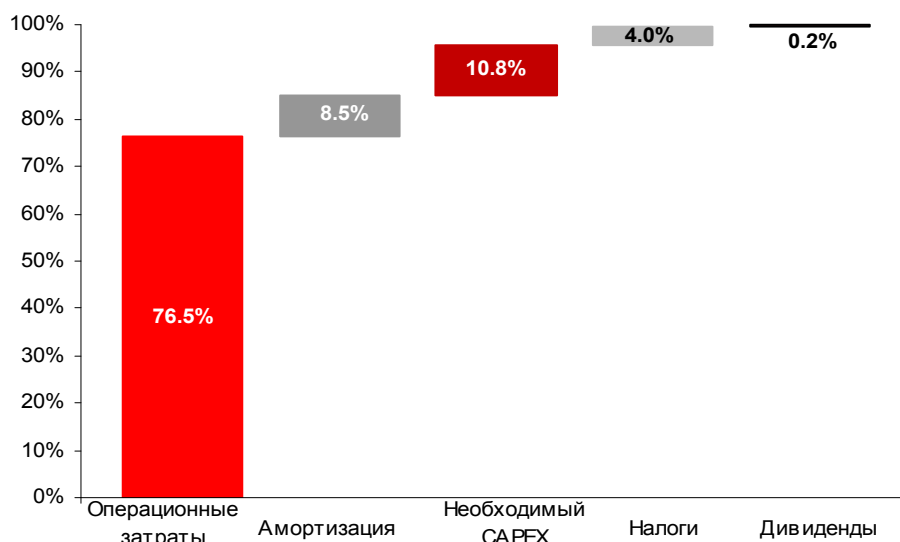
Переход с тарифов на основе «издержки плюс» на систему регулирования RAB до 2010г.

Ценообразование по методу «издержки плюс» будет заменено на систему RAB

В настоящее время тарифы части российских распределительных сетевых компаний переводятся с системы «издержки плюс» на новую систему регулирования RAB. К 2011 г. запланировано завершение либерализации рынка электроэнергии. Тем не менее, компании-монополисты, прежде всего распределительные и магистральные сети, будут по-прежнему регулироваться государством. Однако ныне действующий механизм «издержки плюс» будет заменен на более прогрессивную и хорошо зарекомендовавшую себя в международной практике систему регулирования тарифов RAB.

Механизм «издержки плюс», в соответствии с его названием, предполагает установление тарифов с привязкой к операционным расходам компаний, расходам на выплату процентов, налогов, дивидендов и необходимых капвложений, финансируемых за счет собственных средств, и получение «необходимой валовой выручки» (НВВ). После этого распределительный тариф вычисляется путем деления НВВ на величину полезного отпуска электроэнергии, другими словами он равен выручке от продаж электроэнергии за вычетом потерь. Ниже представлена типовая структура распределительных тарифов «издержки плюс» для российских распределительных сетевых компаний.

Илл. 8: Типовая структура тарифов «издержки плюс» для распределительных сетевых компаний



Тарифы РСК сегодня являются предметом интенсивных политических дискуссий

Тарифы «издержки плюс» для региональных распределительных сетевых компаний устанавливаются ежегодно местными регулирующими органами (региональными энергетическими комиссиями). Определение тарифов обычно становится предметом переговоров между местными органами власти, которые управляют региональными энергетическими комиссиями, и менеджментом региональной электросетевой компании. Это означает, что установка экономически оправданных и адекватных тарифов по методу «издержки плюс» напрямую зависит от возможностей руководства местной электросетевой компании лоббировать свои интересы в местных эшелонах власти. В итоге формирование тарифов по методу «издержки плюс» является скорее политическим, чем экономическим процессом.

Метод «издержки плюс» не стимулирует экономию затрат

Система «издержки плюс» из-за ее привязки к операционным расходам и политическому фактору, не идеальна для распределительных сетевых компаний. Напротив, она иногда приводит к искусственному завышению операционных расходов с целью оправдать более высокие тарифы. Если компания покажет сокращение расходов за отчетный период, то ей, вероятно, придется столкнуться с уменьшением тарифов на следующий период, так как местные регулирующие органы всегда заинтересованы в удержании тарифов на минимальном уровне. Таким образом, существующая система «издержки плюс» не способствует повышению эффективности работы компании.

Тарифы RAB более прогрессивны по всем критериям

Рассмотрев эти проблемы, а также крупномасштабную инвестиционную программу для распределительного сегмента, правительство решило принять новую методику, так называемую систему RAB (регулируемая база активов). Этот подход к регулированию намного прогрессивнее, чем метод «издержки плюс», и хорошо зарекомендовал себя на практике во многих странах, включая такие развивающиеся экономики, как Чехия, Венгрия, Румыния, Болгария, Украина, Литва и Латвия. Обоснованность применения системы регулирования тарифов RAB представлена ниже.

Илл. 9: Логика системы регулирования тарифов на основе RAB в России



Источник: Федеральная сетевая компания

Допущения относительно RAB

Основной принцип системы RAB - стимулирование частных инвестиций в сектор через гарантируемую справедливую норму доходности и стимулы для повышения эффективности. Как и в большинстве зарубежных стран, которые приняли эту систему, система RAB в России будет основана на нескольких ключевых допущениях:

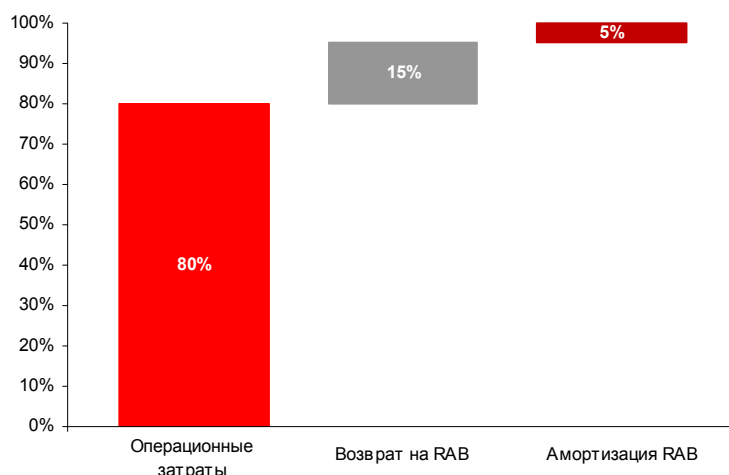
- определение регулируемой базы активов (RAB) на уровне балансовой стоимости основных средств на бухгалтерском балансе электросетевой компании. Новые инвестиции будут увеличивать эту базу, а амортизация - уменьшать;
- включение в тариф 11-13% от нормы доходности в реальном выражении до уплаты налогов на основе RAB;
- пятилетний срок действия тарифа (для первоначального

переходного периода - три года) с ежегодной корректировкой в зависимости от инфляции и изменения федеральных факторов;

- возможность - в пределах пятилетнего периода - использовать преимущества экономии операционных расходов, в сочетании с экономической ответственностью и обязательствами компаний по выполнению требований надежности и качества обслуживания.

Тарифы в системе RAB включают в себя часть справедливой стоимости капитала (как заемного, так и собственного), а не капитальные затраты текущего года в соотношении 1:1. Ниже представлена запланированная структура регулируемых распределительных тарифов RAB, состоящая из трех частей: операционные расходы, доходность на RAB и амортизация RAB.

Илл. 10: Типовая структура распределительного тарифа RAB



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Здесь операционные расходы включают в себя:

- стоимость покупной электроэнергии для компенсации потерь в сетях,
- расходы на заработную плату с соответствующими налогами,
- техобслуживание и ремонт,
- плату за передачу (взимаемую Федеральной сетевой компанией).

Доходность на RAB, включенная в распределительные тарифы, служит источником для финансирования капитальных вложений и выплат дивидендов, а также уплаты процентов по кредитам.

Амортизация RAB является источником средств для погашения долга и модернизации активов. ФСК предложила норму амортизации RAB для первого (переходного) периода в размере 1/40 для существующей RAB и 1/10 для новой RAB (полученной из новых капиталовложений через тарифы RAB). Впоследствии норма амортизации RAB по данным ФСК. должна быть равна 1/30.

Шаги к переходу на регулирование тарифов на основе RAB

Правительство утвердило общее законодательство, которое устанавливает правила для начисления тарифов на основе RAB. Эти документы устанавливают правила расчета допустимой выручки, определяют инвестируемый капитал, или RAB, а также калькуляцию доходности. Утвержденная позднее методика регулирования тарифов на основе RAB уточняет ряд дополнительных критериев.

В настоящее время на территории Астраханской и Ростовской областей уже действуют долгосрочные тарифы на основе метода RAB. Переход других филиалов на новую методику запланировано до 2011г.

Введение системы RAB-тарифов с 2009г. позволило бы МРСК Юга смягчить последствия кризиса. Так, переход дает пятилетний денежный поток, обеспеченный тарифом на передачу электроэнергии. Это снизит риски и позволит МРСК занимать долгосрочный капитал. Рост тарифа на передачу может быть компенсирован снижением платы за техприсоединение в регионах. Это существенно снизит нагрузку на застройщиков в условиях кризиса.

Инвестиционная программа

Южный Федеральный округ является регионом повышенной нагрузки. Недостаток электроэнергии особенно остро ощущается в крупных городах – Ростове-на-Дону, Волгограде, Астрахани. Износ сетевого комплекса компании составляет порядка 80%, что делает очевидным необходимость осуществления капитальных затрат на реконструкцию и техническое перевооружение действующих объектов, а также новое строительство и приобретение оборудования.

Общий объем инвестиций в 2006-2008 гг. составил около 10 млрд руб. На 2009г. инвестиционная программа составляет порядка 5,5 млрд. руб., из которых 56% будет профинансировано за счет займов и кредитов, а оставшиеся 44% - за счет собственных средств компании.

Илл. 11: Структура финансирования инвестиционной программы в 2009г.



Источник: МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

В рамках модели развития компании на 2009-2011гг. общий объем инвестиционной программы составляет 17,5 млрд. руб. Большая часть инвестиций будет направлена на реконструкцию и строительство объектов сетевого комплекса.

Основную долю финансирования инвестиционной программы на 2009-2011гг. планируется осуществлять за счет заемных средств. Кроме того в настоящий момент рассматривается вопрос о бюджетном финансировании МРСК Юга.

Финансовые показатели

Финансовые результаты МРСК Юга

Отчет о прибылях и убытках

Для анализа финансового состояния МРСК Юга мы использовали отчетность РСБУ, которая дает последние данные по кредитному профилю компании. После реорганизации МРСК Юга в декабре 2007г. путем присоединения к ней 4-х РСК (Астраханьэнерго, Волгоградэнерго, Ростовэнерго, Калмэнерго) отчетность компании по РСБУ является по сути консолидированной, без учета Кубаньэнерго. До 2008г. отчетность компании была нерепрезентативна.

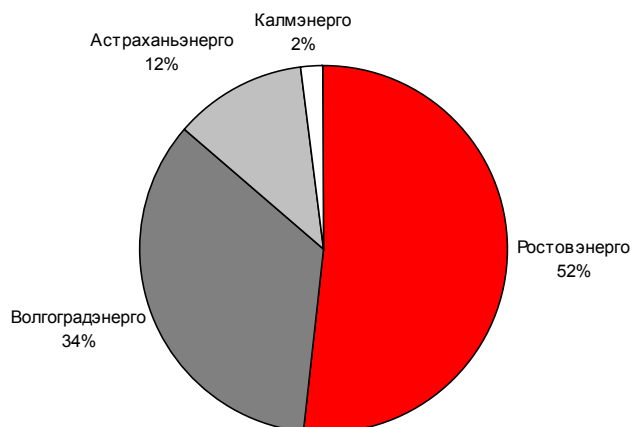
Помимо отчетности по РСБУ, компания планирует подготовку консолидированной отчетности по стандартам МСФО.

Основные финансовые показатели МРСК Юга, млн. руб. РСБУ	2008	2009 1 пол.	2009П	2010П
Выручка	13 092,6	9 125,7	19 811,6	24 851,2
Операционная прибыль	1 784,5	514,1	1 336,2	3 282,1
EBITDA (12 месяцев)	3 135,0	3 379,1	3 190,2	3 987,9
Рентабельность EBITDA	23,9%	17,4%	16,1%	16,0%
Процентные платежи	(579,4)	(753,6)	(1 403,8)	(1 778,9)
Чистая прибыль	486,0	(538,5)	(491,5)	112,3
Денежные ср-ва	490,7	320,0	394,4	232,2
ИТОГО АКТИВЫ	35 693,4	38 103,8	38 814,9	41 521,8
Собственный капитал	21 257,3	20 759,1	19 813,5	19 610,5
Финансовый долг	9 304,7	9 435,2	12 829,2	13 432,9
Чистый долг	8 814,0	9 115,2	12 434,8	13 200,7
Чистый долг/EBITDA	2,8x	2,6x	3,8x	3,3x
Чистый долг/Собственный капитал	0,4x	0,4x	0,6x	0,7x
EBITDA/ процентные платежи	5,4x	2,1x	2,3x	2,2x

Источник: МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

В 2008г. выручка МРСК Юга составила 13 млрд. руб., чистая прибыль - 486 млн. руб. В структуре выручки. более 85% пришлось на 2 основные компании: Ростовэнерго (52%) и Волгоградэнерго (34%).

Илл. 12: Структура выручки МРСК Юга в 2008г.



Источник: данные МРСК Юга

За первое полугодие 2009г. выручка достигла 9,1 млрд. руб. На долю доходов от оказания услуг по передаче электроэнергии пришлось около 90% и оставшиеся 10% доходов приходятся на технологические присоединения новых пользователей. В 2009-2010г. доля услуг по технологическому присоединению будет снижаться до 8.0% и 5.6% соответственно.

Сектор распределительных сетевых компаний характеризуется ярко выраженной сезонностью: 2-ой и 3-ий кварталы обусловлены снижением потребления электроэнергии, которое сменяется существенным ростом потребления в зимний период. Учитывая этот факты, чистый убыток,

полученный компанией за 1-е полугодие является плановым и объясняется более высокими потерями электроэнергии в сравнении с летними месяцами и размером компенсации потерь, заложенным в тариф. Сезонный фактор также отражает 25%-ное снижение себестоимости во 2-м квартале 2009г. в сравнении с 1 кв 2009г.

Операционная рентабельность компании в первой половине 2009г. была умеренной и составила около 17.1% по показателю EBITDA. Полный переход МРСК Юга на RAB в 2009-2010гг окажет давление на операционную эффективность компании, так как такой переход в первые годы переносит основной объем инвестиций на себестоимость (тариф), тогда как в последующие годы рентабельность возрастет за счет получения надбавленной стоимости..

Долговую нагрузку компании по итогам 2008г. можно охарактеризовать как умеренно-высокую. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» составило около 2.8х. Ожидаемый рост долговой нагрузки в 2009г. обусловлен снижением операционной рентабельности. Таким образом, уже к концу 2009г. показатель Чистый долг/EBITDA составит 3.8х, тем не менее, начиная с 2010г. планируется постепенное снижение данного показателя.

Показатель	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
EBITDA	3 190,2	3 987,9	4 493,8	5 067,0	5 495,0
Чистый Долг	12 434,8	13 200,7	13 785,4	14 394,5	15 551,7
Чистый Долг / EBITDA	3,8	3,3	3,1	2,8	2,8

Источник: данные МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

Бухгалтерский баланс

Активы МРСК Юга по итогам первого полугодия 2009г. составили 38,1 млрд. руб., увеличивались за полгода на 6,8%. Наиболее существенный рост пришелся на дебиторскую задолженность: ее доля в активах компании составляет 25%.

В структуре активов МРСК Юга преобладают внеоборотные активы, они формируют 69% валюты баланса, при этом большую часть (64% активов) представляют собой основные средства. Столь значительная доля основных средств объясняется высокой капиталоемкостью инвестиционной деятельности компании.

Оборотные активы составляют 31% валюты баланса и сформированы в основном за счет краткосрочной дебиторской задолженности. За первое полугодие 2009г., она увеличилась на 49%, что связано с увеличением сроков рассрочки по платежам со стороны крупных потребителей услуг по передаче электроэнергии. Доля таких потребителей в общем объеме дебиторской задолженности достигает 75-80%.

В структуре пассивов МРСК Юга 54% приходится на капитал и резервы. Обязательства компании преимущественно представлены долгосрочными займами и кредитами (19%) и кредиторской задолженностью (19,6%).

Одной из важных особенностей учета обязательств является отображение платы за присоединения: первоначально она относится на кредиторскую задолженность. Будущая динамика данных обязательств обусловлена сроками реализации инвестиционной программы, поскольку плата за присоединения признается доходом только после сдачи объекта государственной комиссии.

Текущий кредитный портфель

МРСК Юга имеет положительную кредитную историю. По состоянию на 1 августа 2009г. объем кредитного портфеля составлял 8,9 млрд. руб. Планируемое размещение облигационного займа будет частично (около 40%) направлено на рефинансирование краткосрочного долга компании. Таким образом, к концу года планируемый уровень финансового долга компании составит около 13 млрд. руб.

Кредитный портфель МРСК Юга на 01/08/2009	Фактическая задолженность, млн. руб.
Газпромбанк	3 050
Альфа-Банк	1 350
Сбербанк	1 400
Оргрэсбанк	2 150
Центр-Инвест	1 000
ИТОГО кредиты и займы	8 950

Источник: данные МРСК Юга, расчеты Альфа-Банка

Приложения

Приложение 1. Бухгалтерская отчетность по РСБУ

Бухгалтерская отчетность МРСК Юга проходит ежегодный независимый аудит. В соответствии с решением Общего Собрания Акционеров, аудитором Общества было выбрано ООО «Файнарт-Аудит» (лицензия на осуществление аудиторской деятельности №Е006407 от 07.09.2004г., выдана Министерством финансов РФ).

Илл.13: Бухгалтерская отчетность по РСБУ за период 2 кв. 2006 - 2 кв. 2008гг., тыс. руб.

БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС		2007	2008	1 пол. 2009
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Основные средства	120	1609	24 986 699	24 374 937
Незавершенное строительство	130	---	1 283 913	1 533 668
Долгосрочные финансовые вложения	140	---	447 206	447 859
Отложенные налоговые активы	145	---	77 526	71 081
ИТОГО по разделу I	190	1 609	26 795 344	26 427 545
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Запасы	210	6 139	1 385 014	1 290 852
в том числе:				
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	211	4 792	757 058	670 913
готовая продукция и товары для перепродажи	214	---	4 958	3 765
расходы будущих периодов	216	1 347	622 998	616 174
НДС по приобретенным ценностям	220	11	44 006	32 434
Дебиторская задолженность (более 12 месяцев)	230	---	378 253	199 223
Дебиторская задолженность (в течение 12 месяцев)	240	14 073	6 597 420	9 831 081
Краткосрочные финансовые вложения	250	---	2 680	2 680
Денежные средства	260	49 948	490 725	319 991
ИТОГО по разделу II	290	70 171	8 898 098	11 676 261
БАЛАНС	300	71 780	35 693 442	38 103 806
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
Уставный капитал	410	10 000	4 981 110	4 981 110
Добавочный капитал	420	---	14 857 284	14 857 284
Резервный капитал	430	---	118 565	142 867
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	6 883	1 300 363	777 849
ИТОГО по разделу III	490	16 883	21 257 322	20 759 110
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Займы и кредиты	510	---	7 191 498	7 322 104
Отложенные налоговые обязательства	515	---	319 179	277 042
Прочие долгосрочные обязательства	520	---	87 741	65 448
Кредиторская задолженность поставщиков и подрядчиков	521	---	87 575	0
ИТОГО по разделу IV	590	---	7 598 418	7 664 594
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Займы и кредиты	610	---	2 113 189	2 113 075
Кредиторская задолженность	620	29 303	4 612 227	7 468 197
в том числе:				
поставщики и подрядчики	621	2 176	3 542 455	6 398 797
задолженность перед персоналом организации	622	151	157 891	161 244
задолженность перед государственными и внебюджетными фондами	623	32	54 219	59 715
Задолженность по налогам и сборам	624	7 844	148 201	291 712
Прочие кредиторы	625	19 100	709 461	556 729
Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов	630	---	12 673	12 496
Доходы будущих периодов	640	---	99 613	86 334
Резервы предстоящих расходов	650	25 594	---	---
ИТОГО по разделу V	690	54 897	6 837 702	9 680 102
БАЛАНС	700	71 780	35 693 442	38 103 806

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ		2007	2008	1 пол. 2009
Доходы и расходы по обычным видам деятельности	010	125 496	13 092 621	9 125 744
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	(66 017)	(10 908 347)	(8 116 372)
Валовая прибыль	029	59 479	2 184 274	1 009 372
Коммерческие расходы	030	---	---	---
Управленческие расходы	040	(29 034)	(399 727)	(495 245)
Прибыль (убыток) от продаж	050	30 445	1 784 547	514 127
Прочие доходы и расходы	060	---	---	9
Проценты к получению	070	---	(579 367)	(753 628)
Проценты к уплате	080	---	329	8
Доходы от участия в других организациях	090	---	522 237	235 967
Прочие доходы	100	(15 655)	(754 469)	(461 146)
Прочие расходы	110	---	---	---
Прибыль (убыток) до налогообложения	140	14 790	973 277	(464 663)
Отложенные налоговые активы	141	(3 549)	(61 625)	6 487
Отложенные налоговые обязательства	142	(4 272)	(126 267)	(11 071)
Текущий налог на прибыль	150	---	(286 677)	(67 511)
Иные аналогичные обязательные платежи	151	(86)	(12 659)	(1 729)
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	190	6 883	486 049	(538 487)

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ		2007	2008
Остаток денежных средств на начало года	010	---	49 948
Движение денежных средств по текущей деятельности			
Средства, полученные от покупателей и заказчиков	020	156 467	13 275 938
Прочие доходы (поступления)	050	155	746 950
Денежные средства, направленные на:			
Оплату приобретенных товаров, работ, услуг, сырья и иных оборотных активов		(18 355)	(6 812 287)
Оплату труда	160	(45 418)	(1 998 504)
Выплату дивидендов, процентов	170	---	(587 065)
Расчеты по налогам и сборам	180	(40 635)	(1 185 391)
Прочие расходы (выплаты)	190	(10 312)	(4 180 044)
Чистые денежные средства от текущей деятельности	200	41 902	(740 403)
Движение денежных средств по инвестиционной деятельности			
Выручка от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов	210	---	86 264
Выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений	220	---	194 511
Полученные дивиденды	230	---	625
Поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям	250	---	2 967
Прочие поступления	260	---	22 387
Приобретение объектов основных средств, доходных вложений и нематериальных активов	290	(1 445)	(271 598)
Прочие расходы	320	(509)	(3 448 232)
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	340	(1 954)	(3 413 076)
Движение денежных средств по финансовой деятельности			
Поступления от эмиссии акций или иных долевого бумаг	350	10 000	---
Поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями	360	---	7 348 000
Поступления средств по целевому финансированию	370	---	10
Погашение займов и кредитов (без процентов)	390	---	(2 513 594)
Погашение обязательств по финансовой аренде	400	---	(240 161)
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	410	10 000	45 94 255
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	420	49 948	440 776
Остаток денежных средств на конец отчетного периода	430	49 948	490 724

Источник: МРСК Юга

Информация

Альфа-Банк (Москва) Управление долговых ценных бумаг и деривативов Торговые операции	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Татьяна Мерлич, старший менеджер по международным продажам (7 495) 786-48 97 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Михаил Авербах, аналитик по внешнедолговому рынку (7 495) 783-50 29 Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Екатерина Журавлева, кредитный аналитик (7 495) 974-2515 доб. 7121
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2009 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, 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. Альфа-Банк 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. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. 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. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут 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 стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.