Мария Красникова,
кредитный аналитик, ММБ

Генерация долга

В 2007 году компании энергетической отрасли планируют привлечь с рынка рублевых облигаций около 80 млрд рублей. Ставки на аукционах будут зависеть в том числе и от способности инвесторов дифференцировать кредитные риски новых энергетических заемщиков.

На фоне позитивных новостей о ходе реорганизации РАО ЕЭС ценные бумаги энергетических компаний пользуются высоким спросом со стороны инвесторов. Владельцы акций получают ошеломительные прибыли за счет роста котировок. Инвесторы облигаций стремятся заработать за счет сужения спредов уже обращающихся на рынке энергетических долговых обязательств. И у тех, и у других в 2007 году появится дополнительная возможность получения дохода. Компании энергохолдинга намерены активно привлекать средства с фондового рынка и планируют масштабные эмиссии как долевых, так и долговых ценных бумаг.

ДОГНАТЬ КИТАЙ

В январе 2007 года менеджмент РАО ЕЭС подготовил новую инвестиционную программу. Согласно планам энергохолдинга, в текущем 2007 году в развитие электроэнергетики будет вложено около 520 млрд рублей (что в 3.6 раза больше, чем в 2006 году). А до 2011 года общий объем инвестиций составит 3.1 трлн рублей (первоначальный вариант предусматривал общий объем инвестиций в размере не более 2.1 трлн рублей) (График 1). В инвестиционной программе представлены не только финансовые параметры, но и мощности ввода. Так, объем ввода новых мощностей в целом по программе должен составить не менее 40.9 ГВт, в том числе РАО ЕЭС — 34.2 ГВт. Данные цели для РАО ЕЭС вполне достижимы, особенно если сравнивать с опытом современного Китая. Только за 2006 год Китай ввел в строй вдвое больше энергомощностей (102 гВт), чем РАО ЕЭС рассчитывает построить до 2011 года.

Финансировать запланированные по программе расходы менеджмент РАО ЕЭС предполагает в основном за счет собственных средств (треть инвестиционной программы), 21% — за счет дополнительной эмиссии выпусков акций энергокомпаний и продажи непрофильных активов, 7.2% — за счет федерального бюджета, еще 14.7% — за счет привлеченных ресурсов (в том числе и облигаций). В соответствии с анонсированными планами энергокомпаний, до конца 2007 года на долговой рынок может выйти более десяти новых компаний-заемщиков с облигациями на общую сумму около 70–80 млрд рублей (то есть примерно 20% от объемов всех корпоративных размещений 2006 года). Облигации будут размещать в первую очередь новые энергетические компании, созданные в рамках процесса реорганизации энергохолдинга.

ЕСТЕСТВЕННО-МОНОПОЛЬНЫЙ И КОНКУРЕНТНЫЙ ДОЛГ

Реструктуризация РАО ЕЭС осуществляется уже почти пять лет после утверждения кабинетом министров в 2002 году первого варианта программы. Суть реформы достаточно проста — разделение энергетической отрасли на два сектора: регулируемый (инфраструктурный) и конкурентный. В рамках регулируемого сектора, компании которого останутся в государственной собственности,

будут функционировать все сетевые организации и диспетчерское управление (ФСК ЕЭС (магистральные сети), распределительные сети (МРКС), диспетчерское управление (СО-ЦДУ)). К конкурентному же сектору, который планируется частично приватизировать, будут отнесены компании, занятые производством и сбытом энергии (ОГК, ТГК, сбытовые структуры).

На сегодняшний день на долговом рынке обращается около двадцати облигационных займов компаний энергетического сектора, в том числе бумаги регулируемого сектора (естественных монополий) и конкурентного сектора (генерирующие, сбытовые компании).

В прошлом году на рынок впервые вышли такие эмитенты, как ОГК-3 (3 млрд рублей), ОГК-5 (5 млрд рублей), МОЭК (6 млрд рублей), ГидроОГК (5 млрд рублей). О возможности выпуска новых эмиссий на 2007 год заявили ОГК-6, ОГК-2, ТГК-8, ТГК-4, ТГК-10, ТГК-11 и др. Уже сейчас зарегистрированы выпуски ТГК-1, ЕЭСК (2), размещение которых состоится в течение ближайших месяцев.

До сих пор размещение «новых» энергетических бумаг проходило достаточно успешно. Ставка купона держалась на уровне 7–7.5 % (100–150 б.п. к кривой ОФЗ), и инвесторы автоматически относили энергетические облигации к категории «первого» эшелона. Однако, как свидетельствует международная практика, кредитные риски энергетических компаний, во-первых, не всегда настолько низки, во-вторых, неоднородны.

ОТРАСЛЕВЫЕ РИСКИ

По данным агентства Moody's, средний кредитный рейтинг американских энергетических компаний за последние 7 лет уменьшился с A3 до Baa1 (График 2). Кредитные риски компаний энергетической отрасли существенно возросли после банкротства компании Enron и других событий, повлиявших на отраслевую конъюнктуру. В данном контексте не стоит недооценивать отраслевые риски российской энергетики (их величина, на наш взгляд, дает премию в размере 100 б.п. к кривой ОФЗ). С одной стороны, они ограничены высокой неопределенностью тарифного регулирования, с другой — рисками самого процесса реструктуризации.

График 1. Инвестиционная программа энергохолдинга в 2006–2010 гг.

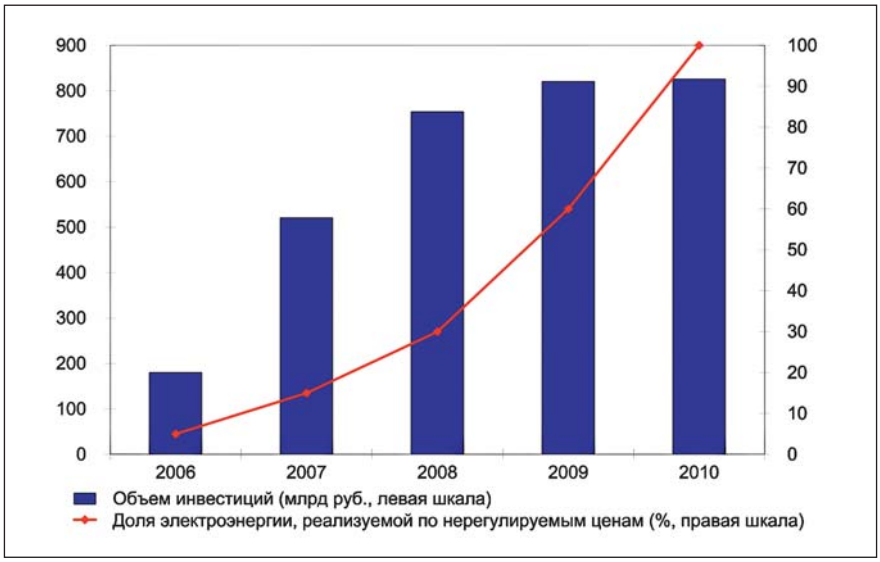


График 2. Динамика изменения рейтингов энергетических компаний США в 1999–2006 гг.

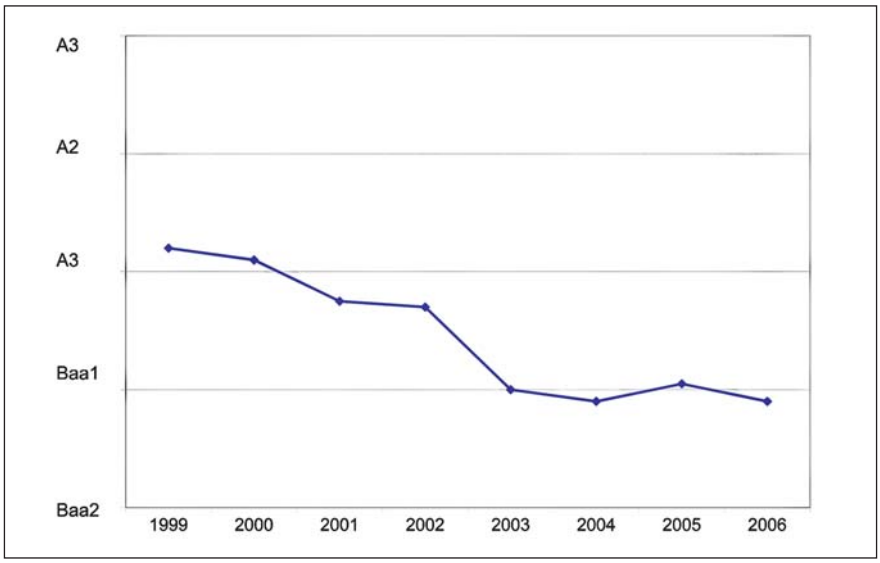
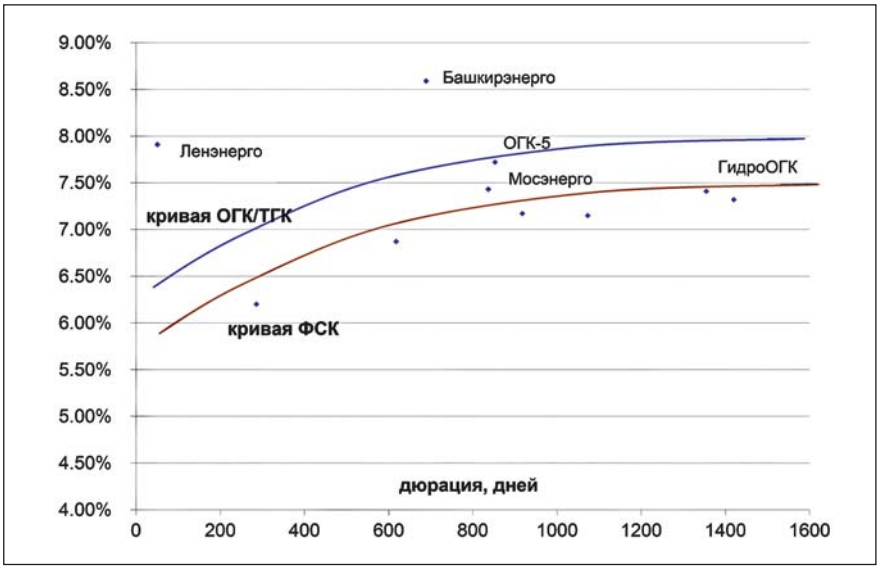


График 3. Спреды индексов энергетических компаний разных рейтинговых классов

График 4. Теоретические кривые ОГК/ТГК и ФСК на 27.02.2007



Тарифное регулирование остается на сегодняшний день ключевым фактором, оказывающим влияние на способность энергетических заемщиков генерировать денежный поток и обслуживать долговые обязательства. С 1991 года государство фактически определяло размер тарифов в России как на федеральном, так и региональном уровнях. Однако в последние три года в этой области происходят заметные изменения, в частности, постепенно сокращаются (в среднем на 5–15% в абсолютных выражениях) поставки электроэнергии, реализуемой по фиксированным тарифам. Вполне возможно, что планы энергохолдинга по либерализации тарифов реализуются к 2010 году (см. График 1), и тогда показатели финансовых результатов генерирующих компаний выйдут на качественно новый уровень.

Риски реструктуризации включают риски проектов start-up и риски государственного регулирования. Изначально реформа электроэнергетики стала осуществляться под лозунгом привлечения частных инвестиций для наращивания производственных мощностей. Увеличение этих мощностей подразумевает реализацию генерирующими компаниями множества инвестиционных проектов с нуля (start-up). Эти проекты впоследствии должны обеспечить до 50–70% всего производства, но их реализация влечет за собой дополнительные риски, которые инвесторы не в состоянии оценить. В то же время существенное влияние на отрасль оказывает система государственного регулирования. До сих пор процессы в энергетике в рамках утвержденной программы реструктуризации РАО ЕЭС осуществляются чрезвычайно медленно. Более того, энергетические компании в полном объеме не получают запланированного в бюджете финансирования, что негативно отражается на всей инвестиционной программе холдинга.

ПОЧУВСТВУЙТЕ РАЗНИЦУ

Внутри отрасли компании могут быть значительно дифференцированы по кредитному качеству, о чем свидетельствуют значения кредитных индексов европейских энергетических компаний. Спреды бумаг различных рейтинговых классов энергетических компаний в среднем достигают 100–150 б.п. (График 3). На российском рынке совокупность обращающихся облигаций можно условно разделить на две группы по кредитному качеству.

Первая группа (представлена на Графике 4 кривой ФСК) — группа низкорискованных облигаций, стоимость которых отражает лишь отраслевой риск (около 100 б.п. к кривой ОФЗ). К данной группе относятся облигации регулируемого сектора, компании которого останутся в государственной собственности, поэтому могут рассчитывать на определенную поддержку государства. Помимо естественных монополий (ФСК ЕЭС), в эту же категорию бумаг входят и облигации генерирующей компании ГидроОГК.

ГидроОГК, наряду с естественными монополиями, обладает незначительными кредитными рисками, являясь крупнейшей оптовой генерирующей компанией и объединяя все генерирующие мощности гидроэлектростанций. Вследствие низкой себестоимости (у компании нет потребности в топливных ресурсах) ГидроОГК работает с самой высокой рентабельностью в отрасли (EBITDA margin на уровне 25%). Долговая нагрузка эмитента на сегодняшний день несущественна, хотя компания и испытывает острую потребность в масштабных инвестиционных ресурсах.

Вторая группа облигаций (представлена на Графике 4 кривой ОГК-ТГК) — компании конкурентного сектора, которые обладают более высокими кредитными рисками. Средняя величина справедливого спреда по таким бумагам должна достигать 170–200 б.п. к кривой ОФЗ. На текущий момент в сегменте ОГК-ТГК представлено всего несколько заемщиков, наивысшим кредитным качеством среди которых обладают бумаги Мосэнерго (ТГК-3). Риски данной группы бумаг существенно недооценены инвесторами, что подтверждает размещение облигаций ТГК-6 (ставка первого купона была определена на уровне 7.4%).

Оценивая кредитоспособность компаний конкурентного сектора, инвесторам стоит учитывать региональные риски и проводить дополнительный анализ баланса регионального спроса/предложения энергии. Деятельность этого сектора также сопряжена с дополнительными рисками корпоративного управления, ведь в ближайшее время пакеты акций отдельных генерирующих и сбытовых организаций будут проданы на аукционах; вполне возможно, произойдет смена менеджмента. Конечно, инвестирование в облигации генерирующих компаний необходимо осуществлять, учитывая вид топлива, используемого при производстве энергии. Особенно это касается предприятий, работающих на газе. Их деятельность сопряжена с рисками увеличения цен на газ.