

## Мосэнерго: Второй облигационный заем


**ГАЗПРОМБАНК**

**ОАО «Мосэнерго» (рейтинг S&P B-/позитивный)** - крупнейшая территориальная генерирующая компания (ТГК), производящая 7% электроэнергии России. Выручка компании по МСФО в 2005 г. составила 70.7 млрд. руб., рентабельность EBITDA 11%.

**Компания играет ведущую роль в электро и теплоснабжении Москвы и Московской области,** обеспечивая 8% темпы роста экономики московского региона.

**Сильный состав акционеров.** В настоящий момент 51% акций Мосэнерго принадлежит государственной РАО «ЕЭС России». Вторым по величине акционером является группа Газпром, аккумулировавшая около 25% акций Мосэнерго. Более 7% принадлежит структурам, контролируемым Правительством Москвы.

**В ходе реформы отрасли Мосэнерго сохранило основные активы.** Реформированная Мосэнерго унаследовала 72% генерирующих активов «дореформенной компании». В процессе реформы в 2005 году из Мосэнерго было выделено 13 компаний, магистральные и распределительные сети, энергосбыт, обслуживающие предприятия.

**Установленная электрическая мощность электростанций Мосэнерго составляет 10 600 МВт,** тепловая мощность – около 35 тыс. гКал В структуре генерирующих мощностей доля ТЭЦ, занимающихся комбинированной выработкой электроэнергии и тепла, составляет около 90%. До 2010 года Мосэнерго планирует ввести более 2000 МВт электрической мощности.

**Строительство новых мощностей приведет к расширению бизнеса компании.** Холодная зима 2005-2006 годов, представила наглядные доказательства необходимости строительства новых мощностей. Мосэнерго уже начаты работы по строительству 4-х новых энергоблоков со сроком ввода в эксплуатацию в 2008-2009 годах. Мы ожидаем, что в ходе либерализации рынка электроэнергии и мощности Мосэнерго окажется в выгодном положении доминирующего игрока на энергодефицитном рынке.

**Мосэнерго включено Правительством и РАО ЕЭС в число пилотных проектов по реализации допэмиссий акций,** средства от которых будут направлены на увеличение генерирующих мощностей. Консультантом по размещению допэмиссии выбран западный инвестиционный банк.

**Тарифы Мосэнерго индексируются с учетом инфляции.** Тарифы компании в настоящее время устанавливаются с учетом инфляции на основе экономически обоснованных затрат. Тарифы на электроэнергию утверждаются ФСТ, на тепло - Региональной энергетической комиссией г. Москвы и энергетическим комитетом Московской области.

**Долг платежом красен. Второй облигационный заем Мосэнерго.** В сентябре 2006 г. Мосэнерго планирует выпустить облигационный заем на 5 млрд. руб., сроком обращения 5 лет и 3-х летней офертой. Планируемый заем может представлять большой интерес для инвесторов в виду меньшей дюрации (2.7 лет) по сравнению с уже обращающимся выпуском Мосэнерго,2, размещенным в феврале 2006 г. с дюрацией 4.5 года, и прогнозируемой нами, большей величиной первого купона (7.85-8.05%). При оценке справедливой ставки доходности мы исходили из спреда доходности выпуска Мосэнерго,2 к G-кривой ММВБ. Средний спред за последние 2 месяца составил 175 б.п., что определяет, на наш взгляд справедливую нижнюю границу эффективной доходности при размещении на уровне 8%. При этом для оценки верхней границе диапазона мы исходим из спреда к G-кривой на уровне 195 б.п. что на наш взгляд предопределяет верхнюю границу эффективной доходности при размещении на уровне 8.2%.

Появление второго, более короткого, облигационного выпуска эмитента с уникальным положением в энергетике страны и позитивной кредитной историей, на наш взгляд, вызовет большой интерес у портфельных инвесторов. При этом **интерес к облигациям Мосэнерго для управляющих страховыми резервами и пенсионными фондами будет подогрев вхождением облигаций Мосэнерго в котировальный список ММВБ высшего уровня.**

**Мосэнерго = надежность + электрификация московского региона**

Рейтинг Мосэнерго на 2 ступени ниже рейтинга материнской РАО ЕЭС (S&P B+/позитив.), однако, высокое кредитное качество ареала деятельности компании - Москвы (BBB) и Московской области (BB/стаб), а также позитивный прогноз рейтинга Мосэнерго создают комфортные условия для инвесторов в облигации компании.

В 2006 г. мы ожидаем сохранения относительно низкой долговой нагрузки Мосэнерго, несмотря на то, что по итогам года долг возрастет, а коэффициенты долговой нагрузки несколько ухудшатся. Ожидаемые нами по итогам 2006 г. коэффициенты чистый долг/EBITDA на уровне 1.28 и чистый долг/капитал на уровне 0.30 позволяют говорить о высоком кредитном качестве и надежности Мосэнерго.

### Параметры облигационного займа

Объем займа	Оферта	Срок обращения
RUR 5 млрд.	3 года	5 лет
Ориентир доходности		8-8.2%

### Финансовые показатели ОАО «Мосэнерго», МСФО, 2004-2006П г.

Отчет о прибылях и убытках	2006П	2005	2004
Выручка	60 896	70 717	82 659
EBITDA	7 495	7 399	16 146
Рентабельность EBITDA	12%	11%	18%
Амортизация	3 002	5 612	9 576
Операционная прибыль (ЕБИТ)	4 155	1 612	5 002
Рентабельность ЕБИТ	7%	2%	6%
Чистая прибыль	1 907	-259	1 858
Рентабельность по чистой прибыли	3%	отр.	2%
<b>Баланс</b>			
Капитал	31 706	30 991	85 616
Процентный долг	18 201	9 814	12 106
Итого активы	59 706	51 718	123 682
<b>Долговая нагрузка</b>			
Чистый долг/Капитал	0.30	0.24	0.07
Чистый долг/EBITDA	1.28	0.97	0.38

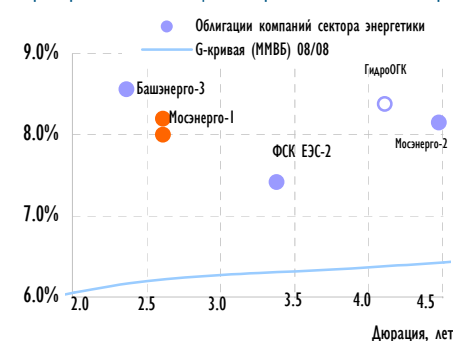
Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

### Параметры обращающегося облигационного Выпуска Мосэнерго,2, на 07/08/2006

	Доходность	Купон	Объем выпуска	Дюрация
Мосэнерго,2	8,1%	7.65%	5 млрд. руб.	4.5

Источник: C-bonds, расчеты Газпромбанка

### Карта рынка облигаций энергетического сектора



Источник: Reuters, прогнозы Газпромбанка



## **АБ «Газпромбанк» (ЗАО)**

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### **Аналитика долгового рынка**

**Михаил Зак**  
+7 495 980-41-43  
[Michael.Zak@gazprombank.ru](mailto:Michael.Zak@gazprombank.ru)

### **Электроэнергетика**

**Иван Хромушин**  
+7 495 980 43 89  
[TUlván.Khromushin@gazprombank.ru](mailto:TUlván.Khromushin@gazprombank.ru)

### **Департамент рынков капитала**

**Игорь Русанов**  
+ 7(495) 913-78-61  
[igor.roussanov@gazprombank.ru](mailto:igor.roussanov@gazprombank.ru)

**Павел Исаев**  
+ 7 495 980 41 34  
[Pavel.Isaev@gazprombank.ru](mailto:Pavel.Isaev@gazprombank.ru)

### **Организация выпусков**

**Игорь Ешков**  
+ 7 495 429-96-44  
[Igor.Eshkov@gazprombank.ru](mailto:Igor.Eshkov@gazprombank.ru)

### **Синдикация и продажи выпусков**

**Александр Алистратов**  
+ 7 495 719-19-82  
[AAA@gazprombank.ru](mailto:AAA@gazprombank.ru)

**Алексей Куприянов**  
+7 495 980-41-94  
[cuper@gazprombank.ru](mailto:cuper@gazprombank.ru)

Copyright © 2003-2006. АБ Газпромбанк (ЗАО). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников заслуживающих на наш взгляд доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.