

## Монитор первичного рынка

**Залеская Анастасия**  
Zaleskaya\_AV@mmbank.ru

Апрель стал наиболее активным месяцем в этом году с точки зрения первичных размещений. Всего за месяц было размещено 35 выпусков общим объемом 57.35 млрд. руб., в том числе 3 муниципальных выпуска объемом 5 млрд. руб.

По нашим оценкам в настоящее время на ММВБ объем корпоративного рынка облигаций составляет порядка 1015 млрд. руб. На ММВБ обращаются более 520 выпусков корпоративных облигаций порядка 380 эмитентов.

### Русфинанс Банк-3

ООО «Русфинанс Банк» – российский актив французской банковской группы Societe Generale - на 70% формирует Группу Rusfinance SAS, куда входят также ООО «Русфинанс» и Банк ОАО «СКТ». Основной вид деятельности Банка – выдача потребительских кредитов физическим и юридическим лицам с помощью прямых продаж и через коммерческих партнеров. Кредитный портфель Группы в 2006г. продемонстрировал феноменальный рост. По итогам 2006г. его объем составил 31,9 млрд. руб. По оценкам Русфинанс Банка активы выросли более чем в 5 раз – со 160 млн. долл. на начало 2006г. до 837 млн. долл. к началу 2007г.

Организатор выпуска (Тройка Диалог) ориентирует рынок на доходность 7.55%-7.65% к 2-летней оферте. Мы рекомендуем принять участие в аукционе, выставляя заявки по доходности в диапазоне 7.6%-7.8%.

### ТГК ЮГК-8

ОАО «ЮГК ТГК-8» – Южная генерирующая компания (далее – ТГК-8) является крупнейшей энергокомпанией Юга России. Основной вид деятельности – производство и реализация электрической и тепловой энергии. Суммарная установленная электрическая мощность составляет 3 602 МВт, установленная тепловая мощность – 13 433 Гкал/ч.

В сентябре 2007г. ТГК-8 проведет доэмиссию акций, в результате которой доля главного акционера – РАО ЕЭС – сократится, а контрольный пакет ТГК-8 может достаться Промрегиону – стратегическому партнеру Лукойла в области энергетики. По результатам анализа основных показателей ТГК-8 с ТГК-6 и ТГК-1, кредитный профиль ТГК-1 выглядит значительно лучше.

Организаторы выпуска (ИК Капитал и Райффайзенбанк) анонсируют доходность 8.15%-8.25% к 2-летней оферте. Мы рекомендуем инвесторам поучаствовать в аукционе, исходя из премии в 50-60 б.п. к выпуску ТГК-1, то есть выставляя заявки с доходностью 8.2%-8.3%. В случае, если доходность ТГК-8 будет ниже обозначенного нами интервала, логичной альтернативой покупке ТГК-8 станет ТГК-1.

Выпуск	Русфинанс-3	ТГК-8
Серия выпуска	3	1
Объем выпуска, млн. руб.	4000	3500
Гос. номер	40301792В	4-01-34308-Е
Дата начала размещения	16.05.2007	17.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	2 года	5 лет/ 2 года
Дата погашения	13.05.2009	10.05.2012
Организатор(ы)	Тройка Диалог	ИК Капитал и Райффайзенбанк
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ
Web	www.rusfinancebank.ru	www.tgk-8.ru

### Прогнозы Банка Москвы

Ставка купона, % год.	7.45-7.65	8.05-8.15%
Доходность к оферте/ погашению, %	7.6-7.8	8.2-8.3
Базов. актив	ОФЗ 25060	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	157 - 177	235-250

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

### Содержание

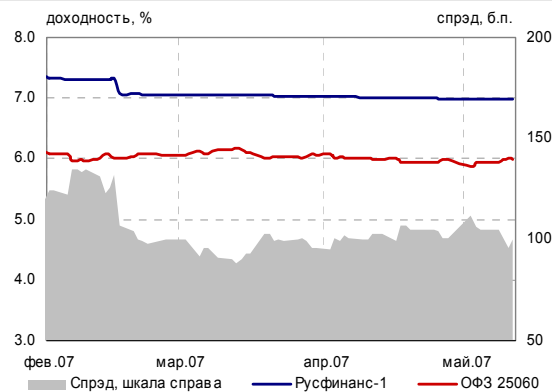
Русфинанс Банк– недооцененный актив SG .....	2
ТГК-8 – реформа отрасли продолжается .....	6

# Русфинанс Банк – недооцененный актив SG

## Выпуск облигаций серии 03

Эмитент	ООО "Русфинанс Банк"			
Серия выпуска	1	2	4	3
Объем выпуска, млн. руб.	1500	1500	4000	4000
Гос. номер	40101792В	40201792В	40401792В	40301792В
Дата начала размещения	05.12.2006	05.12.2006	16.02.2007	16.05.2007
Срок погашение/ оферта, лет	2 года	2 года	3 года	2 года
Дата погашения	02.12.2008	02.12.2008	12.02.2010	13.05.2009
Организатор(ы)	Тройка Диалог	Тройка Диалог	Тройка Диалог	Тройка Диалог
Место обращения (Listing)	ММВБ			
Web	www.rusfinancebank.ru			
Итоги аукциона по размещению облигаций:		прогноз		
Ставка купона, % год.	7.65	7.50	7.74	7.45-7.65
Доходность к оферте/ погашению, %	7.80	7.64	7.89	7.6-7.8
Базов. актив	ОФЗ 27026	ОФЗ 27026	ОФЗ 46003	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	168	152	176	157 - 177

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы



**ООО «Русфинанс Банк»** – российский актив французской банковской группы Societe Generale - на 70% формирует Группу Rusfinance SAS, куда входят также ООО «Русфинанс» и Банк ОАО «СКТ». Основной вид деятельности Банка – выдача потребительских кредитов физическим и юридическим лицам с помощью прямых продаж (кредитование через интернет, по почте и по телефону) и через коммерческих партнеров (автодилеры и розничные торговые сети).

Русфинанс Банк (ранее Промэк-Банк) был приобретен SG в июле 2005г., в феврале 2006г. банк был переименован в ООО «Русфинансбанк».

Кредитный портфель Группы в 2006г. продемонстрировал феноменальный рост. По итогам 2006г. его объем составил 31,9 млрд. руб.

Активы Русфинанс Банка выросли более чем в 5 раз – со 160 млн. долл. на начало 2006г. до 837 млн. долл. к началу 2007г.

### Акционеры

Единственным акционером Русфинанс Банка является французская банковская группа Societe Generale, которой принадлежит 100% холдинговой компании Rusfinance SAS. Помимо Русфинанс Банка в Rusfinance SAS входят также ОАО «КБ СКТ» и ООО «Русфинанс».

### Рейтинги

7 ноября 2006г. международное рейтинговое агентство S&P присвоило Русфинанс Банку долгосрочный кредитный рейтинг по международной шкале на уровне «ВВ». В то же время рейтинг банка по российской «ruAA» был подтвержден. Прогноз изменения рейтинга — «Позитивный».

### Рейтинги банков, сравнимые с рейтингом Русфинанс Банка

	S&P	Moody's	Fitch
Ак Барс		Ba2	BB-
Альфа-банк	BB	Ba1	BB-
Банк Московское ипотечное агентство		Ba2	
Банк Русский Стандарт	BB-	Ba2	
МДМ Финансовая группа		Ba2	
Оргресбанк		Ba2	A-
РОСБАНК	B+	Ba2	B+
Русфинанс	BB		

Источники: Русфинанс Банк

### YTM and spread (on the basis of 20 trading days)\*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Русфинанс-1	7.00	0.01	6.98	7.01
ОФЗ 25060	5.96	0.04	5.87	6.02
Спрэд	104	3	96	112

Источники: REUTERS, Банк Москвы

\*По состоянию на 11.05.07

### Основные финансовые показатели Русфинанс Банка, млн. долл.

	2005	2006Г
Чистый % доход	23.8	60.7
Чистый комис. доход	1.4	38.8
Прибыль до налогов	5.8	4.7
Чистая прибыль	4.3	2.9
Активы	160.4	837.3
Кредитный портфель	147.9	798.4
в том числе NPL	8.3	34.0
Резервы	9.7	23.4
Обязательства	143.4	643.2
Долговые бумаги	51.6	119.3
Собственный капитал	17.1	194.1
ROA	2.7%	0.3%
ROE	25.2%	1.5%
ROAA	3.3%	0.6%
ROAE	28.3%	2.7%
Чистая процентная маржа	22.10%	12.96%
Чистая процентная маржа после резервов	23.66%	13.42%
Капитал/ Активы	10.6%	23.2%
Резервы/NPL	116%	69%

Источник: данные Банка и организатора, оценки Банка Москвы

### Выдержка из пресс-релиза S&P:

Рейтинги Банка отражают стратегически важное положение этого банка в группе Societe Generale (SocGen; AA-/Позитивный/A-1+), которое оказывает благоприятное влияние на российский банк с точки зрения капитала, финансовой гибкости, фондирования, риск-менеджмента, управленческой и технологической поддержки. Позитивные рейтинговые факторы также включают диверсификацию кредитного портфеля, улучшающееся финансовое положение банка и его растущую капитализацию. Уровень рейтингов по-прежнему сдерживается относительно короткой историей деятельности «Русфинанс Банка» в быстрорастущем, но не проверенном сегменте потребительского кредитования в России, в целом рискованной операционной средой в стране, а также увеличивающимся уровнем конкуренции.

### Филиальная сеть

Большинство филиалов Группы Русфинанс сосредоточено в Самаре и Самарской области. На начало 2007г. сеть Группы Русфинанс насчитывала 24 доп.офиса, 120 кредитно-кассовых офисов, а также до 7200 пунктов продаж в торгово-сервисных предприятиях.

Клиентская база Группы включает 800 тыс. физических лиц, из которых на филиальную сеть приходилось около 580 тыс.

### Планы Банка

- Присутствовать на рынке потребительского кредитования в 70 российских регионах
- Войти в тройку лидеров потребительского кредитования
- Запуск проекта револьверных карт.

### Финансовые показатели

Аудированная отчетность Русфинанс Банка за 2006г. еще не готова, поэтому мы опираемся на некоторые оценки эмитента, представленные в обзоре организатора займа, а также аудированную отчетность Банка за 2005г

### Кредитный портфель

На 1 января 2007 году общий объем кредитного портфеля составлял 798.4 млн. долл., из которых авто кредиты занимали 70%, потребительские кредиты – 28%, кредитные карты – 2%. Темп роста кредитного портфеля Банка впечатляет: с начала 2006г. кредитный портфель вырос более чем в пять раз.

По состоянию на 01.01.2007г. доля проблемных ссуд со сроком просроченной задолженности свыше 90 дней (NPL) в кредитном портфеле Группы составляла 4.3%, снизившись с 5.6% по состоянию на начало 2006г.

Снижение доли просроченных кредитов, на наш взгляд, отнюдь не связано с улучшающимся качеством ссудного портфеля. Учитывая, что большое число кредитов было предоставлено банком во второй половине 2006г. судить о просрочке платежей заемщиками преждевременно. Мы ожидаем роста доли NPL по итогам 2007г.

Кроме того, как и в случае со многими другими банками, занимающимися активной раздачей кредитов населению, в действительности доля просроченных кредитов может оказаться существенно выше. Технология быстрой выдачи кредитов, пропагандируемая сейчас многими банками, в том числе Русфинансом, по нашему мнению, увеличивает риски банка-кредитора, ухудшая качество выдаваемых кредитов.

Покрытие проблемных долгов существенно снизилось. Соотношение резервов к NPL упало со 111% в 2005г. до 69% по итогам 2006г.

### Пассивы

Большую часть пассивов Русфинансбанка составляют кредиты международных финансовых компаний – МФК, SG и ЕБРР, доля которых в кредитном портфеле Русфинанс Банка увеличилась – с 63.6% до 65%.

Данный источник финансирования является одним из основных преимуществ Русфинанса как кредитора, поскольку Банк может кредитовать физических лиц под демпинговую процентную ставку, не работая в убыток, что возможно благодаря дешевому фондированию от материнской компании.

Доля выпущенных ценных бумаг в обязательствах существенно сократилась – с 36% до 19%, даже несмотря на почти двукратный рост долговых бумаг Банка в абсолютном выражении.

### Капитал

Банк увеличил уставный капитал в 2006г. в 11 раз, на начало 2007г. объем собственного капитала составлял 194,1 млн. долл. Кроме того, Русфинанс пообещал увеличить объем уставного капитала в 1 квартале 2007г. путем конвертации существующих субординированных займов от АО «Русфинанс САС» на сумму 26,8 млн. долл.

Благодаря солидному увеличению собственного капитала Банка, отношение СК/Активы выросло, достигнув 23,2% на начало 2007г. – выше среднего уровня по отрасли.

### Рентабельность

При более чем пятикратном росте кредитного портфеля, чистые процентные доходы Банка увеличились всего в 2,5 раза. Данный факт объясняется низкими процентными ставками, которые были необходимы Русфинансу для увеличения присутствия на

рынке потребительского кредитования.

Рентабельность активов и акционерного капитала снизилась за счет более медленного роста процентных доходов. Рентабельность средних активов (ROAA) снизилась в 2006 г. с 3,3% до 0,6%. Рентабельность собственного капитала снизилась (ROAE) с 28,3% до 2,7%.

Чистая процентная маржа Русфинанс Банка упала – с 23% до 12,9%, отражая снижающуюся ставку по кредитам и растущие расходы Русфинанса.

**Вывод:**

Финансовые показатели Русфинансбанка за 2005г. и 2006г. трудно сопоставить. К однозначно позитивным моментам можно отнести рост кредитного портфеля и комиссионного дохода Банка, увеличение собственного капитала. Негативные изменения касаются снижения чистой прибыли, рентабельности, а также покрытия NPL резервами.

**Сравнительный анализ**

В отличие от большинства российских банков, деятельность которых диверсифицирована по нескольким направлениям (инвестиционная деятельность, ипотека, кредитование юридических лиц и пр.) специфика бизнеса Русфинанс Банка заключается в выдаче потребительских и автокредитов населению. Доля корпоративных клиентов в портфеле Русфинанса не превышает 0,2%.

Поэтому в качестве самых близких по бизнесу банков к Русфинансу можно выделить ХКФ и Русский Стандарт. Русский Стандарт – абсолютный лидер рынка потребительского кредитования. Однако, несмотря на более прочные позиции этих банков на рынке, рейтинги ХКФ (В+/Ва3) и Русского Стандарта (BB-/Ba2) ниже чем у Русфинанс Банка (BB/Позитивный), что объясняется поддержкой сильного акционера в лице Société Générale («АА-» /Позитивный).

**Прайсинг**

Организаторы ориентируют рынок на доходность 7.55%-7.65% к погашению через 2 года.

**Выпуски в обращении**

Русфинанс – относительно новый заемщик на рынке рублевого долга – облигации первой и второй серии были размещены на ММВБ в декабре 2006г. Переподписка по каждой из бумаг тогда превысила 100%, выпуски буквально «смели», однако на вторичном рынке Русфинанс-1 и Русфинанс-2 почти не торгуются. В настоящий момент в обращении находятся три выпуска облигаций Банка общим объемом 7 млрд. руб. Русфинанс-4, на наш взгляд, представляет собой наиболее адекватную рыночную оценку эмитента – выпуск «завис» на уровне доходности 7.84% на 33 месяца.

Если сохранить текущий спрэд Русфинанс-4 к кривой ОФЗ (184 б.п.), мы получим точку 7.77%, то есть немного выше обозначенного организаторами диапазона.

С другой стороны, на рынке рублевого долга есть еще два эмитента, в капитале которых участвует SG – это Росбанк (20%) и Дельтакредит (100%). Выпуск Росбанка имеет доходность 7.28% к погашению через 22 месяца, Дельтакредит в последний раз торговался в конце февраля по доходности 7.0% к погашению на 31 месяц.

Таким образом, анонсируемая доходность Русфинанс-3 предлагает существенную премию к другим российским активам SG.

В то же время существенным ограничением привлекательности бумаги служит неликвидность облигаций Русфинанс Банка, котировки которых после выхода на вторичный рынок фактически исчезают с терминала ММВБ.

**Вывод:** Русфинанс Банк, на наш взгляд, недооценен рынком по сравнению с другими банками с иностранным участием, в том числе к другим активам SG, однако наш оптимизм по поводу размещения Русфинанс-3 сдерживается неликвидностью уже обращающихся выпусков Банка. Выпуск больше интересен для консервативных инвесторов, готовых ждать погашения бумаги.

Мы позитивно относимся к размещению, и диапазон доходности организаторов представляется нам справедливым, однако мы опасаемся, что спекулятивная составляющая от сужения спреда Русфинанс Банка к Росбанку и Дельтакредиту не будет реализована за счет низкой ликвидности бумаги.

Поэтому мы рекомендуем инвесторам выставлять заявки в диапазоне 7.6%-7.8%, чтобы с помощью небольшой премии обезопасить себя от ценового риска проседания бумаги на неликвидном вторичном рынке.

**Рейтинги банков**

	S&P	Moody's	Fitch
Банк Русский Стандарт	BB-	Ba2	-
РОСБАНК	B+	Ba2	B+
<b>Русфинанс</b>	<b>BB</b>	-	-
ХКФ	B+	Ba3	-

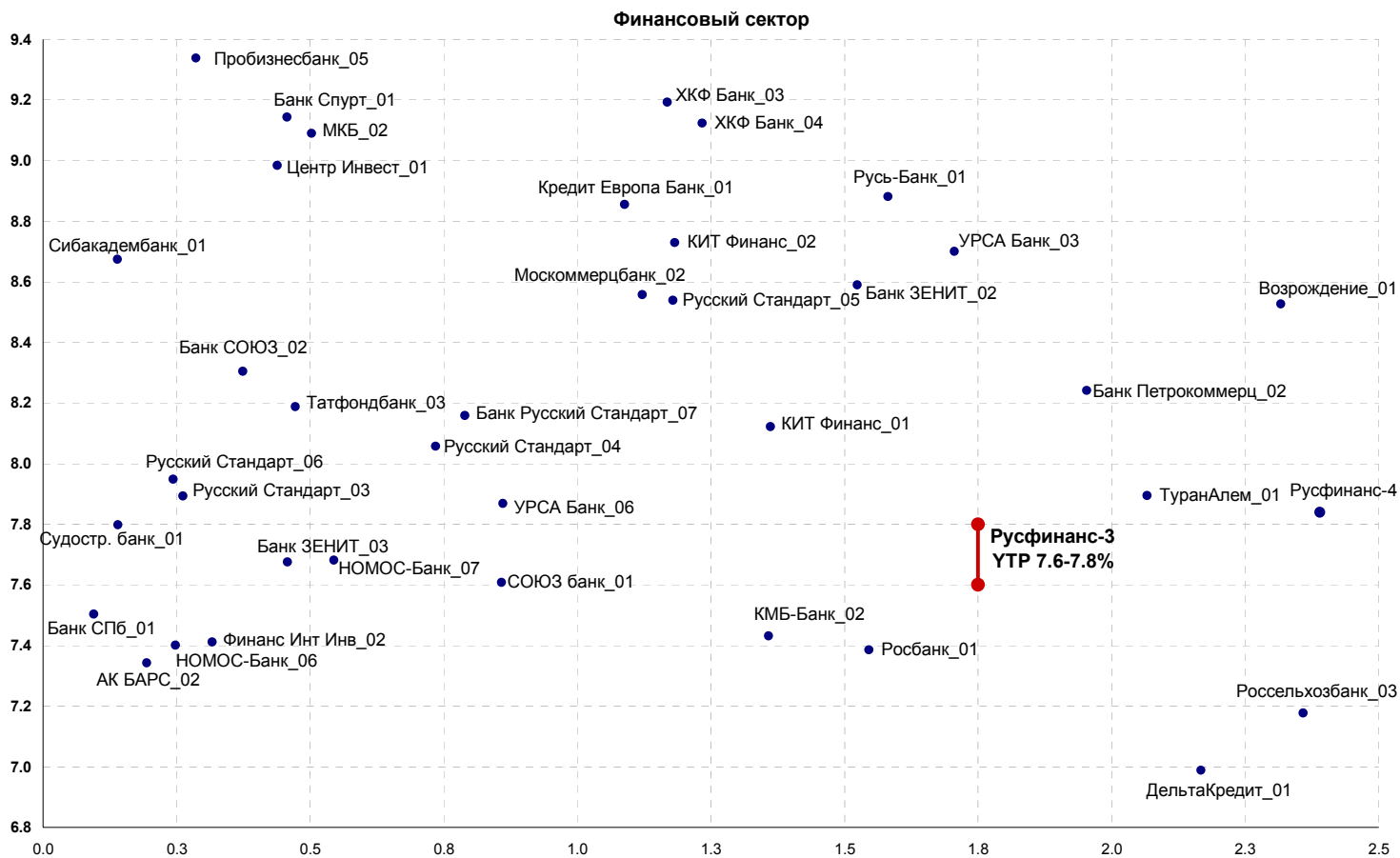
Источник: Reuters

**Плюсы**

- Поддержка финансовой и операционной деятельности банка со стороны материнской компании
- Перспективы повышения рейтинга
- Ссудный портфель Банка растет в геометрической прогрессии

**Минусы**

- Низкая рентабельность операций в связи с агрессивными мерами по захвату доли рынка
- Высокие кредитные риски на рынке потребительского кредитования



Источники: REUTERS, Банк Москвы

## ТГК-8 – энергия юга

### Выпуск облигаций серии 01

Эмитент	ОАО "ЮГК ТГК-8"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	3500
Гос. номер	4-01-34308-E
Дата начала размещения	17.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	5 лет/ 2 года
Дата погашения	10.05.2012
Организатор(ы)	ИК Капитал и Райффайзенбанк
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.tgk-8.ru
Прогноз на аукцион	
Ставка купона, % год.	8.05-8.25
Доходность к оферте/ погашению, %	8.20-8.40
Базов. актив	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	235-255

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

#### Профиль эмитента

ОАО «ЮГК ТГК-8» – Южная генерирующая компания (далее – ТГК-8) является крупнейшей энергокомпанией Юга России. Основной вид деятельности – производство и реализация электрической и тепловой энергии. ТГК-8 входит в состав Объединенной Энергосистемы Юга, которая является дефицитной.

Суммарная установленная электрическая мощность составляет 3 602 МВт, установленная тепловая мощность – 13 433 Гкал/ч. Мощности Компании включают в себя 14 ТЭЦ, 2 ГРЭС, 4 ГЭС, 54 котельных.

ТГК-8 начала операционную деятельность с июля 2005г. До конца 2005г. все генерирующие мощности находились у Компании в аренде, в июне 2006г. в результате реорганизации к ТГК-8 были присоединены ОАО «Астраханская региональная генерирующая компания», ОАО «ГК «Волжская», ОАО «Дагестанская тепловая генерирующая компания», ОАО «РГК» (г. Ростов-на-Дону) и ОАО «Ставропольская теплогенерирующая компания».

Среди по-прежнему арендуемых мощностей – филиал «Кубанская генерация», арендуемый активы у ОАО «Кубанская генерирующая компания», Краснодарской ТЭЦ, Белореченской, Майкопской и Краснополянской ГЭС.

ОАО «ЮГК ТГК-8» планирует приобрести долю в уставном капитале ОАО «Кубанская генерирующая компания» путем размещения по закрытой подписке своих дополнительных акций среди акционеров ОАО «Кубанская генерирующая компания». Ожидается, что данная процедура будет завершена к июню 2007 г., по предварительным данным в результате ОАО «ЮГК ТГК-8» приобретет не менее 68% акций ОАО «Кубанская генерирующая компания». Еще 26% акций получит Промрегион в случае получения разрешения для покупки актива у ЮКОСа от ФАС.

Мы ожидаем, что до конца 2007 года ОАО «Кубанская генерирующая компания» перейдет на единую акцию с ОАО «ТГК-8»

#### Акционеры

50.01% акций компании принадлежит ОАО «РАО ЕЭС», 16.28% находятся в собственности компании Промрегион. Промрегион является аффилированной с Лукойлом структурой и представляет интересы НК в области энергетики.

В сентябре 2007г. ТГК-8 проведет допэмиссию, в результате которой доля РАО ЕЭС сократится. Предполагается что в дальнейшем, равно как и в случае других генерирующих компаний, доля государства будет сведена до нуля, а контрольный пакет перейдет к стратегическому инвестору. Государство по-прежнему будет осуществлять контроль за реализацией начатых инвестпроектов.

#### Активы

ТГК-8 имеет 7 филиалов:

- Астраханская генерация;
- Волгоградская генерация;
- Дагестанская генерация;
- Ростовская генерация;
- Ростовская городская генерация;
- Ставропольская генерация;
- Кубанская генерация.

Ключевым активом ТГК-8 является Волгоградский филиал, который генерирует 42% электрической и 44% тепловой энергии.

Потребители

Основными потребителями электрической энергии ТГК-8 выступают энергосбытовые (67%) и промышленные компании (33%). Потребителями тепловой энергии являются ЖКХ и население.

Цель займа

- Рефинансирование текущих банковских кредитов – 1.5 млрд. руб.

- Финансирование инвестпрограммы – 2 млрд. руб.

По прогнозам Компании финансовый долг по итогам 2007г. составит 4.6 млрд. руб.

Инвестиции

В рамках инвестиционной программы на 2007-2011гг. общим объемом 34 млрд руб. ТГК-8 планирует увеличить установленную электрическую мощность на 670 МВт. Увеличение будет производиться путем реконструкции, строительства и ввода в эксплуатацию электрогенерирующих мощностей.

Финансирование в основном будет осуществляться за счет эмиссии акций и собственных средств компании (прибыль, амортизация), а также за счет выпуска долговых инструментов.

Финансовые показатели

ТГК не имеет аудированной отчетности по МСФО. В информационном меморандуме опубликована отчетность РСБУ за 2005-2006гг. В связи с тем, что в текущем виде ТГК-8 была образована лишь в середине 2006г., данные за 2005 и 2006гг. нерепрезентативны и существенно разнятся. Кроме того, поскольку ТГК-8 была основана в июле 2005г., результаты за 2005г. включают деятельность ТГК-8 всего за 5 месяцев.

Мы обращаем внимание инвесторов на тот факт, что финансовые результаты всех ТГК за 2005-2006гг. не отражают истинное состояние реорганизуемых компаний, поэтому делать вывод о кредитном качестве на основании только лишь финансовой отчетности нецелесообразно.

Активы

За счет вхождения в состав ТГК-8 генерирующих мощностей дочерних подразделений, активы компании существенно выросли, составив 633 млн. долл. в 2006г. против всего 54.5 млн. долл. в 2005г. Мы ожидаем дальнейшего роста активов ТГК после присоединения Кубанской генерирующей компании.

Долг

По состоянию на конец 2006г. кредитный портфель ТГК-8 был в основном представлен краткосрочными банковскими кредитами, в том числе кредит Райффайзенбанка объемом 1.5 млрд. руб., который ТГК-8 намеревается рефинансировать с помощью средств, полученных от размещения облигационного займа. Доля долгосрочного долга на конец 2006г. составляла 20%. Средневзвешенная ставка по кредитам компании составляет 8.6%.

Долговая нагрузка Компании в относительном выражении не является критичной – соотношение долга к выручке находилось на уровне 25% по итогам 2006г. Однако, в связи с низкой маржой бизнеса ТГК-8, соотношение Долг/ЕБИТДА превысило 10X, что по меркам энергетической отрасли является очень высоким значением.

В то же время мы полагаем, что эта ситуация является временным явлением и будет улучшаться по мере дальнейшей либерализации отрасли электроэнергетики.

Капитал

Рост капитала по итогам 2006г. был опять-таки связан с реорганизацией ТГК-8. Акции присоединенных генерирующих компаний были конвертированы в акции ТГК-8, в результате уставной капитал вырос с 0.5 до 420 млн. долл.

Отчет о прибылях и убытках

Основную долю в выручке ТГК-8 составляет реализация электроэнергии (порядка 62%). На долю тепла приходится порядка 34% совокупного объема продаж.

Выручка ТГК-8 составила 159 млн. долл. в 2005г. и 536 млн. долл. в 2006г.

Операционная прибыль компании ушла в минус – 5.5 млн. долл.

Мы не располагаем показателями амортизации, а также ЕБИТДА за 2005г., поскольку до середины 2006г. ОС находились в аренде у ТГК-8.

ЕБИТДА в 2006г. составила 12.7 млн. долл. Рентабельность по ЕБИТДА – 2.4%.

Чистая прибыль по итогам 2006г. выросла – с 3.7 млн. долл. до 41 млн. долл.

Основными генерирующими мощностями ТГК являются тепловые станции – их доля составляет более 90%, поэтому на долю материальных затрат в составе

**Основные показатели территориально-генерирующих компаний в 2006г., млн. долл.**

Показатель	ТГК-8	ТГК-6	ТГК-1
Выручка	536.4	594.0	755.6
ЕБИТДА	12.7	22.0	71.7
Рент-ть по ЕБИТДА	2.4%	3.7%	9.5%
Активы	633.5	901.9	1 558.9
Долг	132.7	90.8	243.3
Долг/ Активы	20.9%	10.1%	15.6%
Долг/ ЕБИТДА	10.4	4.1	3.4
Электрическая энергия, МВт	3.6	3.1	6.2
Тепловая энергия, Гкал	13.4	11.2	14.7
Доля тепловой энергии в выручке, %	34%	45%	44%
Доля гидрогенерации, %	8.0%	0.0%	46.0%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

себестоимости приходится 70%. Основные затраты ТГК – это затраты на топливо, в основном газ, доля которого топливном балансе компании составляет около 96%. Таким образом, рентабельность операций ТГК-8 очень зависима от объемов лимитного газа и цен на него.

Весомую статью затрат в 2005-2006г. составляли арендные платежи по мощностям, не входившим в собственность ТГК.

#### Основные причины низкой рентабельности и прибыли в 2006г. согласно ТГК-8:

- Использование нерентабельного мазута в качестве топлива вызвало рост издержек ТГК-8
- Снижение нормы потребления теплоэнергии вследствие теплой зимы
- Недополучение Кубанским филиалом так называемого лимитного газа по установленным ФАС ценам вынудило ТГК-8 закупать газ по рыночной цене

Выводы: Невысокие финансовые показатели, опубликованные ТГК-8 по итогам 2005-2006гг. не вызывают у нас пессимизма по поводу дальнейшего будущего компании. Мы ожидаем, что ТГК-8 со временем перейдет под контроль одной из крупнейших промышленных компаний РФ, что позитивно скажется на кредитном качестве ТГК-8. В качестве наиболее вероятного претендента на ТГК-8 рынок рассматривает НК Лукойл. Реализация инвестиционных программ генерирующих компаний относится к числу наиболее важных национальных проектов, поэтому ОГК и ТГК могут рассчитывать на поддержку со стороны госструктур.

По мере реализации инвестиционной программы мы ожидаем роста эффективности выработки энергии за счет модернизации старых и ввода новых мощностей. Кроме того, мы ожидаем роста эффективности компании за счет роста тарифов.

#### Плюсы

- Социальная значимость компании для государства
- Реализуемая программа по реконструкции и вводу мощностей позволит ТГК-8 увеличить эффективность и установленную мощность
- Вероятное появление аффилированной с Лукойлом компании в качестве стратегического акционера ТГК-8
- Энергодефицит на юге России будет поддерживать цены на электроэнергию

#### Минусы

- Низкая эффективность деятельности
- Невозможность влиять на тарифное ценообразование, а также на объемы лимитного газа, представляемые ТГК-8
- Сложность текущей оценки финансового состояния ТГК-8
- Неопределенность, связанная с продолжающейся реорганизацией компании

#### ТГК-8, ТГК-1 и ТГК-6

Для сравнения этих компаний мы предлагаем опираться на нефинансовые показатели, поскольку, как мы уже отмечали ранее, отчетность ТГК дает лишь смутное представление о финансовом состоянии этих компаний.

В качестве фундаментальных различий вышелечисленных ТГК мы отмечаем низкорентабельный характер теплогенерации в отличие от гидрогенерации. Если в случае с ТГК-1 46% генерирующих мощностей представлены гидростанциями с низкой себестоимостью выработки электроэнергии, то в случае ТГК ЮГК-8 это всего 8%. По установленной мощности электроэнергии ТГК-8 и ТГК-6 существенно уступают ТГК-1.

В целом мы считаем ТГК-6 адекватным бенчмарком для ТГК-8. Компании имеют сопоставимый уровень установленной электрической мощности, одинаковую рентабельность операций. По нашим оценкам финансовые показатели ТГК-6 и ТГК-8 будут также сопоставимы.

#### Прайсинг

Организатор выпуска (Райффайзенбанк) прогнозирует доходность в диапазоне 8.10%-8.25% к оферте через 2 года.

Выпуски ТГК, обращающиеся на ММВБ.

- ТГК-1, доходность – 7.84% к оферте через 35 мес.

- ТГК-6, доходность выпуска к годовой оферте при размещении составила 7.60%.

Выпуск ТГК-6 не торгуется на ММВБ и поэтому не может помочь нам в оценке справедливой доходности ТГК-8.

Предлагаемый организатором диапазон доходности соответствует спрэду к кривой ОФЗ в размере 225-240 б.п. Для сравнения выпуск ТГК-1 торгуется со спрэдом 185

#### **Основные показатели территориально-генерирующих компаний в 2006г., млн. долл.**

Показатель	ТГК-8	ТГК-6	ТГК-1
Выручка	536.4	594.0	755.6
ЕБИТДА	12.7	22.0	71.7
Рент-ть по ЕБИТДА	2.4%	3.7%	9.5%
Активы	633.5	901.9	1 558.9
Долг	132.7	90.8	243.3
Долг/ Активы	20.9%	10.1%	15.6%
Долг/ ЕБИТДА	10.4	4.1	3.4
Электрическая энергия, МВт	3.6	3.1	6.2
Тепловая энергия, Гкал	13.4	11.2	14.7
Доля гидрогенерации, %	8.0%	0.0%	46.0%

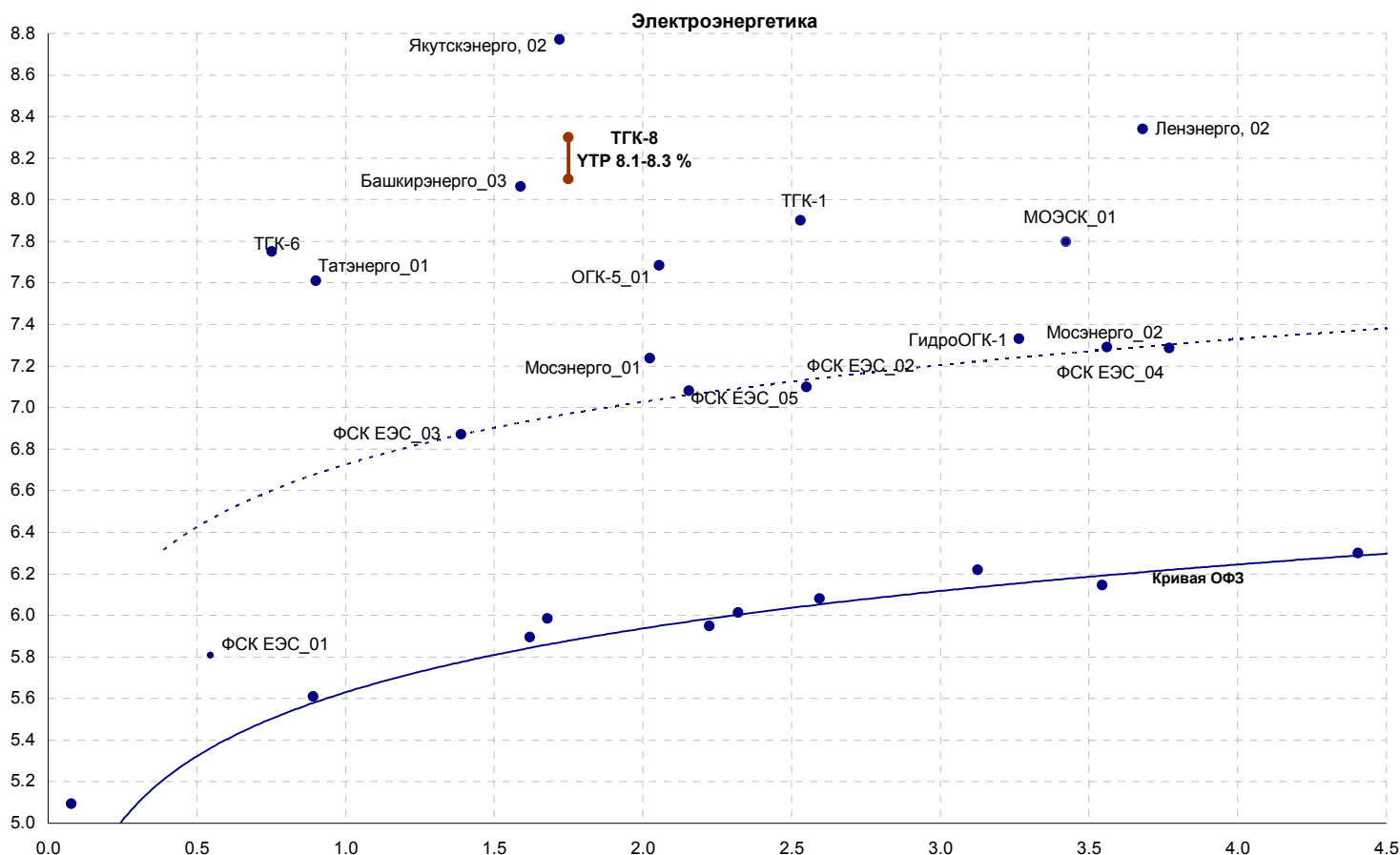
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

б.п. к кривой ОФЗ.

Принимая во внимание, что ТГК-8 значительно уступает ТГК-1 по ряду ключевых показателей, мы считаем справедливым спрэд в 50-60 б.п., то есть доходность ТГК-8 должна составлять 8.2% - 8.4%.

Поскольку довольно велика вероятность, что в результате допэмиссии акций контрольный пакет ТГК-8 окажется у аффилированного с Лукойлом стратегического инвестора, то ТГК-8 есть смысл сравнивать с выпуском Лукойла. С этих позиций бумага также представляется довольно привлекательной – спрэд к кривой Лукойла превышает 150 б.п., что довольно много – для сравнения спрэд Газпрома и Мосэнерго составляет около 50 б.п.

Таким образом, мы находим данный аукцион привлекательным для инвесторов и рекомендуем вставлять заявки в диапазоне 8.2%-8.3%. В случае, если доходность выпуска будет ниже обозначенного нами интервала, логичной альтернативой покупке ТГК-8 станет ТГК-1.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

**Аналитический департамент**  
Тел: +7 495 624 00 80  
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_FI\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

**Директор департамента**  
Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Начальник управления анализа рынка акций**  
Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Экономика**  
Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Нефть и газ**  
Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Нефтехимия и нефтепереработка**  
Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Телекоммуникации**  
Мусиенко Ростислав  
[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)

**Машиностроение/Транспорт**  
Лямин Михаил  
[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

**Стратегия**  
Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Электроэнергетика**  
Скворцов Дмитрий  
[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

**Металлургия**  
Скворцов Дмитрий  
[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

---

**Потребительский сектор**  
Мухамеджанова Сабина  
[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)

**Отдел анализа рынка облигаций**

**Стратегия/ кредитный анализ**  
Федоров Егор  
[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

**Стратегия**  
Ковалева Наталья  
[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

**Кредитный анализ**  
Залесская Анастасия  
[Zallesskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Zallesskaya_AV@mmbank.ru)  
**Стратегия**  
Чупрына Татьяна  
[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto:Chupryna_TV@mmbank.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 Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его 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 исключительно на заключениях аналитиков Банка 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.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства 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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.