

## Монитор первичного рынка

### ТГК-10 – растущие мощности + высокая эффективность

ТГК-10 сформирована на базе мощностей ОАО «Челябинская генерирующая компания», и ОАО «Тюменская региональная генерирующая компания». В состав ТГК-10 также должна войти ОАО «Курганская генерирующая компания» (КГК), присоединение которой еще не завершено. В августе будет проведено общее собрание акционеров компании, на котором будет утвержден порядок присоединения КГК к ОАО «ТГК-10».

ТГК-10 имеет важное преимущество перед ТГК-4, ТГК-6 и ТГК-8, а именно – низкий расход топлива при выработке электроэнергии. Другим положительным фактором является высокий коэффициент использования мощности при производстве электроэнергии. ТГК-10 уступает остальным ТГК в установленной мощности электроэнергии, по установленной мощности тепловой энергии после присоединения Курганской генерирующей компании ТГК-10 сравнивается с ТГК-1.

Мы считаем, что облигации ТГК-10 должны размещаться с премией в 0-10 б.п. к выпуску ТГК-4. Напомним, что размещение ТГК-4 прошло весьма агрессивно – доходность выпуска составила 7,74% на два года или почти на уровне ТГК-1 (7,83% при дюрации 2,5 года). Учитывая этот факт, мы считаем неинтересной покупку ТГК-10 с доходностью ниже 7,75-7,85%. Впрочем, основанием для покупки ТГК-10 с дисконтом к размещенному ТГК-4 может стать необходимость приобретения большого объема бумаги электроэнергетической отрасли или спекулятивная покупка облигаций в расчете на рост котировок по мере приближения даты IPO.

### Рыбное дело

Группа компаний Русское море – крупный российский трейдер и производитель замороженных и охлажденных морепродуктов и рыбы. Группа была основана в 1997г. и изначально создавалась как импортер свежемороженой рыбы. Затем было запущено направление переработки рыбы и морепродуктов, и с 2007г. рыболовческое направление.

Поручителем является ЗАО «Русская рыбная компания» – дистрибутор замороженной и охлажденной рыбы и морепродуктов, на РРК приходится 70% выручки Группы. Доля компании на российском рынке составляет 7%. Импортная продукция занимает 80% продаж Русской рыбной компании, остальное приходится на российских производителей рыбы и морепродуктов.

Мы считаем, что Русское море должно быть размещено с премией к JFC в размере 75-100 б.п., что соответствует доходности 9,75-10,00%. Учитывая большую дюрацию JFC, такая премия, на наш взгляд, представляется достаточной. После публикации аудированной отчетности, доходность выпуска может опуститься ниже – в случае если консолидированные показатели по Группе не обнаружат существенно более высокую долговую нагрузку и меньшую рентабельность. Пока же мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе и ориентироваться на доходность в диапазоне 9,75-10,0%.

Выпуск	ОАО "ТГК-10"	ЗАО "Русское море"
Серия выпуска	1	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000	2000
Гос. номер	4-01-55090-E	4-01-12184-H
Дата начала размещения	21.06.2007	21.06.2007
Срок погашения/ оферта, лет	3 года/ 2 года	5 лет/ 1 год
Дата погашения	17.06.2010	17.06.2010
Организатор(ы)	Райффайзенбанк, Тройка Диалог	Внешторгбанк
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ
Web	www.tgc10.ru	www.russiansea.ru
<b>Прогнозы Банка Москвы</b>		
Ставка купона, % год.	7.60-7.70	9.41-9.64
Доходность к оферте/ погашению, %	7.75-7.85	9.75-9.99
Базов. актив	ОФЗ 25060	ОФЗ 25058
Спрэд, б.п.	212-222	429-453

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

### Содержание

ТГК-10 – растущие мощности + высокая эффективность .....	2
Рыбное дело .....	6

## ТГК-10 – растущие мощности + высокая эффективность

### Выпуск облигаций серии 01

**Залесская Анастасия**  
Zalenskaya\_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО "ТГК-10"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000
Гос. номер	4-01-55090-E
Дата начала размещения	21.06.2007
Срок погашения/ оферта, лет	3 года/ 2 года
Дата погашения	17.06.2010
Организатор	Райффайзенбанк, Тройка Диалог
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.tgc10.ru
Прогноз	
Ставка купона, % год.	7.60-7.70
Доходность к оферте/ погашению, %	7.75-7.85
Базов. актив	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	212-222

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

#### Профиль эмитента

ОАО «ТГК-10» – Территориально генерирующая компания (далее – ТГК-10, Компания) – сформирована на базе мощностей ОАО «Челябинская генерирующая компания», и ОАО «Тюменская региональная генерирующая компания». В состав ТГК-10 также должна войти ОАО «Курганская генерирующая компания» (КГК), присоединение которой еще не завершено. В августе будет проведено общее собрание акционеров компании, на котором будет утвержден порядок присоединения КГК к ОАО «ТГК-10».

ТГК-10 была зарегистрирована в марте 2005г., как единая операционная компания функционирует с декабря 2006г.

Основной вид деятельности – производство и реализация электрической и тепловой энергии. ТГК-10 входит в состав Объединенной энергетической системы Урала (ОЭС Урала). По установленной тепловой мощности ТГК-10 занимает 8 место среди всех ТГК.

ТГК-10 производит 62-98% тепловой энергии, потребляемой в регионах присутствия. Суммарная установленная электрическая мощность составляет 2 773 МВт, установленная тепловая мощность – 12 282 Гкал. После присоединения КГК, электрическая и тепловая мощности увеличатся до 3 129 МВт и 14 675 Гкал соответственно.

Коэффициент использования установленной электрической мощности (КИУМ) на станциях ТГК-10 равен 73%, средний расход топлива – 334 г/кВтч.

Реализация тепловой энергии составляет 38% в выручке ТГК-10, на электроэнергию приходится 53%.

#### Активы

ТГК-10 имеет 2 филиала:

- Тюменский филиал: 3 ТЭЦ, – совокупная тепловая и электрическая мощность 43% и 61% от выручки ТГК-10

- Челябинский филиал: - 4 ТЭЦ, 1 ГРЭС

Помимо генерирующих активов в состав ТГК-10 также входят Челябинские, Сургутские и Тюменские тепловые сети, а также котельные.

#### Акционеры

По состоянию на начало апреля 2007г. 81.56% акций ТГК-10 принадлежало РАО ЕЭС, 5,83% находилось в собственности ФАУФИ. После присоединения Курганской генерирующей компании, по нашим оценкам, доля РАО ЕЭС может сократиться до 78%.

В 2008г., ТГК-10 планирует провести IPO. Первоначально компания планировала продать 30% акций, затем было принято решение о продаже пакета в 54%. Возможно, что одновременно будет продана и часть пакета акций РАО ЕЭС – 21%.

Порядок проведения доэмиссии будет определен на заседании совета директоров, которое состоится 22 июня, однако известно, что доэмиссия пройдет не ранее чем будет завершено присоединение Курганской генерирующей компании к ТГК-10.

Интерес к покупке пакета доэмиссии высказал германский энергетический концерн E.ON, создавший СП с российской компанией «Современные технологические системы» (СТС).

#### География

Тюменская и Челябинская области являются территориями с самым высоким годовым приростом электропотребления – в 2006г. рост составил 9,5%. Объединенная энергетическая система Урала является дефицитной, что значительно снижает конкуренцию в регионе.

Поставщики

Основным поставщиком ТГК-10 является Газпром, дочерние компании которого поставляют 80,7% газа, доля Новатэка – 14,3%.

Инвестиции

Инвестиционная программа ТГК-10 – одна из самых крупных с точки зрения необходимого финансирования. Инвестиции в генерирующие мощности на ближайшие 5 лет превышают 70 млрд. руб. Помимо допэмиссии, с помощью которой ТГК-10 планирует привлечь 1,125 млрд. долл., компания собирается привлечь кредиты объемом 193 млн. долл.

Привлеченные средства будут направлены на строительство первой очереди Няганской ГРЭС, включающей в себя три энергоблока по 400 мегаватт каждый.

К 2010г. Компания планирует увеличить установленную электрическую мощность на 620 МВт, тепловую – на 401 Гкал.

Финансовые показатели

ТГК-10 не имеет аудированной отчетности по МСФО. Компания опубликовала бухгалтерскую отчетность ТГК-10 за 2006г. и первый квартал 2007г. Поскольку переход части генерирующих активов на баланс ТГК-10 произошел лишь в 2006г., а Курганская генерирующая компания все еще не присоединена к ТГК-10, мы пока не имеем финансовой отчетности в полной мере отражающей все потоки компании.

Мы также в очередной раз 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

Рост активов многих ТГК связан с отражением дебиторской задолженности филиалов, которая теперь нашла отражение на балансе консолидированной компании. ТГК-10 – не исключение – рост активов с 876 млн. долл. в 2006г. до 905.8 млн. долл. по итогам 1 квартала обусловлен ростом дебиторской задолженности.

Долг

ТГК-10 не имеет долгосрочного долга в своем кредитном портфеле. Объем долга компании упал в 2007г. с 46 млн. долл. до 39 млн. долл.

Рост долговой нагрузки вполне вероятен, поскольку в ближайшие 5 лет ТГК-10 потребуются инвестиции объемом 2.8 млрд. долл., лишь часть из которых будет привлечена на рынке акционерного капитала.

Если ожидать, что выручка компании в 2007г. составит 900 млн. долл., при текущем уровне рентабельности, Долг/ЕБИТДА должен оставить 1,5-2,0X.

Отчет о прибылях и убытках

Выручка ТГК-10 составила 359 млн. долл. в 2006г. и 233 млн. долл. в первом квартале 2007г. Рентабельность ЕБИТДА снизилась с 9,9% до 9,1%; что удивительно, принимая во внимание традиционно более эффективный 1 квартал у ТГК. Для того, чтобы в полной мере оценить рентабельность ТГК-10 и других ТГК необходимо дождаться результатов ТГК за 2007г., когда выручка дочерних генерирующих компаний будет отражена в балансе ТГК за целый операционный год.

Основными затратами ТГК-10 как и любой другой ТГК является стоимость использованного топлива. Газ занимает 97% топливного баланса ТГК-10, поэтому финансовые результаты компании очень зависимы от предоставленных объемов лимитного газа, и цен на сверхлимитный газ.

Выводы

Несмотря на ускоренный рост выручки, финансовые показатели ТГК-10 за 1 квартал отражают снижающуюся рентабельность по мере присоединения активов к компании. Долговая нагрузка сократилась по итогам 1 квартала, однако, скорее всего, ситуация существенно изменится к концу 2007г.

Полноценное отражение результаты деятельности ТГК-10 получат лишь по окончании 2007г.

В настоящий момент основная интрига связана не с операционной деятельностью ТГК, а с грядущими допэмиссиями, которые пройдут в 2007-2008гг. В ходе IPO будут определены стратегические инвесторы, которые впоследствии, скорее всего, аккумулируют у себя контрольные пакеты акций ТГК.

**Основные финансовые показатели ТГК-10, млн. долл.**

	2006	Q1 2007
Выручка	359.1	232.6
ЕБИТДА	35.7	21.4
Чистая прибыль	11.9	5.9
Активы	875.8	905.8
Долг	46.3	39.3
Долгоср. долг/ Долг	0%	0%
Рент-ть по ЕБИТДА	9.9%	9.2%
Чистая рент-ть	3.3%	2.5%
Долг/ЕБИТДА	1.3	1.8
ЕБИТДА/Проценты	89.96	21.68
Долг/Активы	5.3%	4.3%
Долг/Выручка	12.9%	16.9%

Источник: ТГК-10, оценки Банка Москвы

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

Показатель	ТГК-8***	ТГК-6	ТГК-1	ТГК-4***	ТГК-10
Выручка	536.4	594.0	755.6	300.7	359.1
ЕБИТДА	12.7	22.0	71.7	45.3	35.7
Рент-ъ по ЕБИТДА	2.4%	3.7%	9.5%	15.1%	9.9%
Активы	633.5	901.9	1 558.9	881.0	764.5
Долг	132.7	90.8	243.3	188.2	46.3
Долг/ Активы	20.9%	10.1%	15.6%	21.4%	6.1%
Долг/ ЕБИТДА	10.4	4.1	3.4	4.2	1.3
Установленная мощность электроэнергии, МВт	4.3	3.1	6.2	3.3	3.1
Установленная мощность теплотенергии, Гкал	14.3	11.2	14.7	17.7	14.7
Доля тепловой энергии в выручке, %	34%	45%	44%	47%	31%
Доля гидрогенерации, %	8.0%	0.0%	46.0%	0.0%	0.0%
КИУМ электроэнергии	51%	46%*	55%	45%	73%
КИУМ тепловой энергии	15%	17%*	20%	20%	21%
PKY от S&P	PKY-4+		PKY-5+		
Доходность облигаций	8.16%	7.60%	7.83%	7.74%	
Доля газа в топливе	98.0%	93.0%	96.0%	99.0%	96.8%
Расход топлива, г/кВтч	350.0	370.0	301.0	361.0	334.0
Потенциальные стратегические инвесторы	Лукойл	КЭС-Холдинг**	Газпром, Норникель, Fortrum	Норникель, Транс-Нафта	E.ON

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

\* данные за 9 месяцев 2006г.

\*\* стратегический инвестор уже определен

\*\*\* оценка мощности после завершения присоединения мощностей к ТГК

**Сравнительный анализ ТГК, представленных на долговом рынке**

ТГК-10 имеет важное преимущество перед ТГК-4, ТГК-6 и ТГК-8, а именно – низкий расход топлива при выработке электроэнергии. Другим положительным фактором является высокий коэффициент использования мощности при производстве электроэнергии. ТГК-10 уступает остальным ТГК в установленной мощности электроэнергии, по установленной мощности тепловой энергии после присоединения Курганской генерирующей компании ТГК-10 сравнивается с ТГК-1.

Как мы уже отмечали ранее, ТГК-1 имеет уникальное преимущество перед прочими ТГК – 46% генерирующих мощностей компании представлены гидростанциями с низкой себестоимостью выработки электроэнергии. ТГК-10, ТГК-4 и ТГК-6 не имеют в собственности гидроэлектростанций. Доля гидрогенерации ТГК-8 составляет 8%.

Первое место по кредитному качеству мы присваиваем безусловному лидеру - компании ТГК-1:

- высокая доля гидрогенерации, существенно снижающая себестоимость производства электроэнергии;
- с высокой долей вероятности контроль над компанией получит стратегический инвестор с высоким кредитным качеством – Газпром или Норильский никель, компания Fortrum сохранит болкирующий пакет акций ТГК-1;
- хороший менеджмент, высокий PKY от S&P.

Затем следуют ТГК-8, ТГК-4 и ТГК-10 кредитное качество, которых мы оцениваем как сопоставимое. Преимущества ТГК-8:

- компания имеет меньший удельный расход топлива;
- ТГК-8 имеет более прочные позиции в ЮФО на рынке тепло- и электроэнергии
- доля гидрогенерации ТГК-8 составляет 8%, давая компании небольшое конкурентное преимущество.

Завершение консолидации активов ТГК-8 тормозит Федеральная антимонопольная служба, которая не позволила акционеру компании Промрегион приобрести 26,26% Кубанской генерирующей компании на аукционе по продаже энергоактивов ЮКОСа. По информации СМИ Промрегион является стратегическим партнером Лукойла в области электроэнергетики, в дальнейшем компания планировала обменять выкупленный пакет КГК на акции ТГК.

Теперь пакет Кубанской генерации будет предложен другому участнику аукциона – компании ООО «Нефть-Актив» (контролируется Роснефтью).

ТГК-10 мы ставим на одно место с ТГК-4 и ТГК-8, спред между которыми не должен превышать 5-10 б.п. по доходности. Преимуществом ТГК-10 является высокий КИУМ электроэнергии, а также низкий расход топлива при генерации электроэнергии.

Наконец, самым слабым кредитным профилем из представленных на рынке рублевого долга ТГК обладает ТГК-6, которая имеет наименьшую установленную мощность по тепло- и электрогенерации, менее сильного стратегического инвестора (который, кстати, уже определен – КЭС-Холдинг) и наибольший расход топлива при выработке электроэнергии.

**Прайсинг**

Прогнозы доходности организаторов выпуска Райффайзенбанк и Тройки Диалог слегка разнятся:

**Плюсы**

- Высокая эффективность выработки электроэнергии среди ТГК – низкий расход топлива повышает конкурентоспособность компании
- Высокий коэффициент использования установленной мощности электроэнергии
- Контрольный пакет ТГК-10 может достаться сильному стратегическому инвестору
- Устойчивые позиции на рынке тепла

**Минусы**

- Неадекватность финансовых показателей ТГК ввиду того, что окончательное формирование компаний произошло лишь в 2006г.
- Допэмиссия состоится лишь в ноябре, пока вопрос о стратегическом инвесторе остается открытым
- Высокая зависимость эффективности ТГК-10 от цен на лимитный газ и его объемы
- Большой объем инвестиционной программы (более 2,8 млрд. долл. на ближайшие 5 лет) потенциально увеличивающий долговую нагрузку компании
- Низкая доля теплогенерации в выручке ТГК-10 – у ТГК фактически монопольное положение на рынке теплогенерации и ужесточающаяся конкуренция с ОГК на рынке электроэнергии

Райффайзенбанк маркетизирует доходность – 7.65%-7.85% к оферте через 2 года.

Прогноз доходности Тройки Диалог – 7,72-7,87%

Выпуски ТГК, находящиеся в обращении на ММВБ.

- ТГК-1, доходность – 7.83% 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-10.

- ТГК-8, доходность при размещении – 8,16%

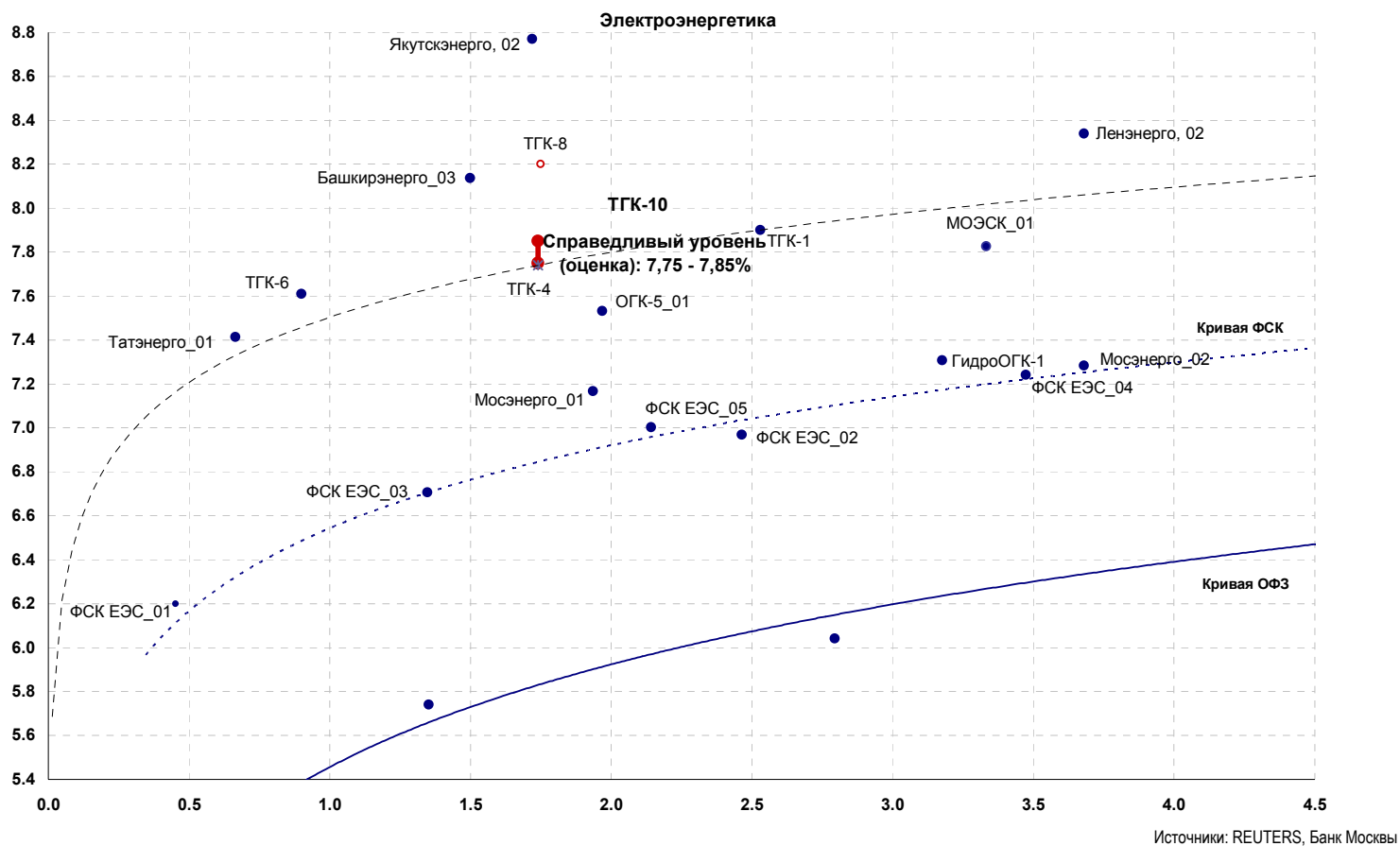
- ТГК-4, доходность к оферте через 2 года 7,74%

Мы считаем, что облигации ТГК-10 должны размещаться с премией в 0-10 б.п. к выпуску ТГК-4.

Напомним, что размещение ТГК-4 прошло весьма агрессивно – доходность выпуска составила 7,74% на два года или почти на уровне ТГК-1 (7,83% при дюреции 2,5 года). Учитывая этот факт, мы считаем неинтересной покупку ТГК-10 с доходностью ниже 7,75-7,85%. Впрочем, основанием для покупки ТГК-10 с дисконтом к размещенному ТГК-4 может стать необходимость приобретения большого объема бумаги электроэнергетической отрасли или спекулятивная покупка облигаций в расчете на рост котировок по мере приближения даты IPO.

Мы по-прежнему ожидаем переоценки ТГК после доэмиссий, которые пройдут осенью этого года, однако отмечаем, что возможный апсайд сокращается по мере того, как очередной аукцион генерирующей компании уводит доходности на вторичном рынке вниз.

Существенным преимуществом ТГК-10 является включение бумаги в список «В», что означает начало вторичных торгов, минуя процедуру регистрации отчета об итогах, то есть через несколько дней после размещения. В условиях отката после глубокого падения рынка UST, данное качество, безусловно, делает бумагу более интересной для агрессивных игроков-спекулянтов.



## Рыбное дело

### Русское море - выпуск облигаций серии 01

**Залесская Анастасия**  
Zalesskaya\_AV@mmbank.ru

Эмитент	ЗАО "Русское море"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	2000
Гос. номер	4-01-12184-Н
Дата начала размещения	21.06.2007
Срок погашения/ оферта, лет	5 лет/ 1 год
Дата погашения	17.06.2010
Организатор	Внешторгбанк
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.russiansea.ru
Прогноз	
Ставка купона, % год.	9,41-9,64
Доходность к оферте/ погашению, %	9,75-9,99
Базов. актив	ОФЗ 25058
Спрэд, б.п.	429-453

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

**Группа компаний «Русское море»** (далее РМ, компания) – крупный российский трейдер и производитель замороженных и охлажденных морепродуктов и рыбы. Группа была основана в 1997г. и изначально создавалась как импортер свежемороженой рыбы. Затем было запущено направление переработки рыбы и морепродуктов, и с 2007г. рыбоводческое направление.

Основными видами поставляемой и производимой продукции РМ являются икра, пресервы из сельди и морепродуктов, деликатесная рыба, пасты в тубах.

Эмитент выпуска облигаций – ключевое звено производственного подразделения – компания ЗАО «Русское море», которая выпускает готовую продукцию под собственным брэндом. Доля компании в совокупной выручке составляет 30%.

Поручителем является ЗАО «Русская рыбная компания» – дистрибутор замороженной и охлажденной рыбы и морепродуктов, на РРК приходится 70% выручки Группы. Доля компании на российском рынке составляет 7%. Импортная продукция занимает 80% продаж Русской рыбной компании, остальное приходится на российских производителей рыбы и морепродуктов.

#### Структура Группы Русское море:

- ЗАО «Русское море» – производственное подразделение
- Поручитель – ЗАО «Русская рыбная компания» – крупнейший в России трейдер замороженной и охлажденной рыбы и морепродуктов,
- «Русское море – Доставка» – дистрибьюторское подразделение
- «Русское море – Калининград» – производственная площадка
- ООО «Русское море – Аквакультура» – запущено в 2007г.
- ООО «Форелеводческое хозяйство «Сегозёрское»

#### Планы компании

В 2007-2008гг. РМ планирует открыть 20 дополнительных филиалов и начать экспорт российской рыбы в Казахстан, на Украину, в Белоруссию, Армению. Помимо этого Группа намерена развивать новое направление продаж консервов из рыбы и морепродуктов под собственным брэндом «Флоттика», открыть первый филиал в Азии (Китай) и начать производство упакованного рыбного филе под торговой маркой «РРК».

#### Инвестиции

Основной инвестиционный проект РМ – строительство второго завода по выпуску рыбной продукции, а также складского комплекса. Объекты общей площадью 18-25 тыс. кв. м. будут построены в Ногинске, где у РМ уже есть производственная площадка. Необходимый объем инвестиций – 1,3 млрд. руб. (~50 млн. долл.).

Другим проектом, требующим инвестиций в размере 370 млн. руб. (14.2 млн. долл.), станет строительство дополнительного корпуса на уже имеющейся производственной площадке Группы.

По различной информации средства от размещения займа будут направлены на обозначенные нами инвестпроекты либо на пополнение оборотного капитала Группы.

#### Доли рынка на конец 2006г.:

- 24% рынка презервов сельди
- 36% рынка деликатесной рыбы
- 26% дистрибуции и продаж икры лососевых

### Акционеры

Основным акционером Группы являются Максим Воробьев, остальные акционеры - физические лица, в том числе менеджеры Группы. На 2008-2009гг. запланировано IPO.

### Клиенты

48-49% поставок РМ приходится на торговые сети. Компания имеет 25 торговых представительств. Часть продукции поставляется в качестве сырья на производственные площадки ЗАО «Русское море». В планах Группы развитие поставок в сегмент «HoReCa» (отели, рестораны, кафе).

### Финансовые показатели

Группа компаний Русское море собирается опубликовать аудированную финансовую отчетность по МСФО в конце 2007г. Аудит отчетности, которая будет охватывать деятельность Группы в период с июня 2006г. по июль 2007г., будет проводиться компанией Ernst & Young.

В настоящий момент доступна бухгалтерская отчетность эмитента и поручителя за 2005-2006гг. Финансовые показатели обеих компаний в 2006г. продемонстрировали феноменальный рост – показатель EBITDA вырос более чем в 1,5 раза при росте выручки в 60%. Эмитент объясняет столь динамичный рост органическим развитием бизнеса Группы.

По оценке основного собственника компании оборот РМ в 2006г. составил 350 млн. долл., EBITDA – 29 млн. долл., прогноз по выручке и EBITDA по итогам 2007г. составляет 600 и 60 млн. долл. соответственно.

### Активы

За 2006г. активы РПК выросли в два раза и составили 89,6 млн. долл. против 44,2 млн. долл. в 2005г. Активы Русского моря за тот же период прибавили более 92%.

### Долг

Обе компании не имеют долгосрочных заимствований. Несмотря на рост долга в абсолютном выражении, Долг/EBITDA у РПК снизился – с 4,6X в 2005г. до 2,6X в 2006г. В абсолютном выражении долг РПК составил 33 млн. долл.

Мы ожидаем существенного роста долговой нагрузки Группы, поскольку обозначенные планы компании по стремительному росту предполагают масштабные инвестиции.

Допустим, что средства от размещения облигационного займа пойдут на пополнение оборотных средств РПК, а Группа не будет привлекать дополнительные заемные средства. В таком случае долг РПК увеличится до 100 млн. долл., а показатель Долг/EBITDA достигнет 3,2X (по прогнозу эмитента EBITDA РПК составит 31 млн. долл.).

### Отчет о прибылях и убытках

Выручка Русского моря и Русской рыбной компании увеличилась в 2006г. на 59% и 58% соответственно. Продажи РПК достигли 251 млн. долл. в 2006г. По итогам 2007г. прогнозы по выручке РПК и РМ составят 446 млн. долл. и 173 млн. долл.

Рентабельность EBITDA Русского моря (14,8%) значительно выше, чем у дистрибьюторского подразделения (5,1%) – переработка подразумевает создание добавленной стоимости, тогда как дистрибьюторская маржа всегда ниже.

Для справки: оборот крупнейшего мирового дистрибьютора аналогичной продукции – норвежской компании Marine Harvest – составил около 1 млрд. долл., EBITDA – 175,12 млн. долл., рентабельность EBITDA – 20%. Долг/EBITDA – 8,5X.

### Выводы

Финансовые показатели бухгалтерской отчетности Русского моря и Русской рыбной компании отражают динамичное развитие компании и растущий объем долга. Увеличение долговой нагрузки Группы, на наш взгляд, будет происходить параллельно прогнозируемому эмитентом росту выручки и рентабельности. Высокие потребности в финансировании – единственный явный недостаток кредитного профиля Группы.

**Основные финансовые показатели ЗАО "Русское море", млн. долл.**

Показатель	2005	2006	Изменение, в %
Выручка	54.2	86.2	59%
Валовая прибыль	7.2	18.2	151%
ЕБИТДА	4.4	12.7	193%
Чистая прибыль	3.7	8.5	130%
Активы	30.6	58.9	92%
Долг	0.0	11.2	-
Долгоср. долг/ Долг	0%	0%	
Валовая рент-ть	13%	21%	
Рент-ть по ЕБИТДА	8.0%	14.8%	
Чистая рент-ть	6.8%	9.9%	
Долг/ЕБИТДА	0.0	0.9	
ЕБИТДА/Проценты	136.6	27.9	
Долг/Активы	0.0%	19.1%	
Долг/Выручка	0.0%	13.0%	

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

**Основные финансовые показатели ЗАО "Русская рыбная компания", млн. долл.**

Показатель	2005	2006	Изменение, в %
Выручка	158.5	250.8	58%
Валовая прибыль	11.0	24.6	123%
ЕБИТДА	4.9	12.7	160%
Чистая прибыль	1.0	4.8	355%
Активы	44.2	89.6	103%
Долг	22.6	33.2	47%
Долгоср. долг/ Долг	0%	0%	
Валовая рент-ть	7%	10%	
Рент-ть по ЕБИТДА	3.1%	5.1%	
Чистая рент-ть	0.7%	1.9%	
Долг/ЕБИТДА	4.6	2.6	
ЕБИТДА/Проценты	4.7	9.0	
Долг/Активы	51.2%	37.0%	
Долг/Выручка	14.3%	13.2%	

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

**Позиционирование выпуска**

Организатор выпуска (Внешторгбанк) ориентирует рынок на доходность 9,84%-10,38% к оферте через 1 год.

Единственным эмитентом из данной отрасли на рублевом долговом рынке была компания Сальмон, облигации которой уже погашены.

В качестве аналогов для прайсинга РМ мы используем Группу JFC, потому что основным направлением деятельности JFC также является импорт, пуск и других продуктов – фруктов. Импортёры мяса, столь хорошо представленные на рынке, не подходят в качестве бенчмарков для РМ, поскольку определяющим моментом в бизнесе этих компаний является квота на импорт. К тому же мясные трейдеры обладают низкой финансовой прозрачностью и, как правило, более высокой долговой нагрузкой.

**Преимуществами JFC**

- Наличие рейтинга от S&P («В-»)
- Аудированная отчетность по МСФО
- Более высокая рентабельность
- Хорошая кредитная история – третий выпуск рублевых облигаций, успешно погашен LPN объемом 60 млн. долл.

**Преимущества РМ**

- Более высокие темпы развития
- Лидирующие позиции в отрасли
- Более низкая долговая нагрузка

Выпуск Джэй Эф Си-3 в настоящий момент торгуется с доходностью 9% на срок в 16 месяцев. Мы считаем, что Русское море должно быть размещено с премией к JFC. Справедливой премией мы считаем 75-100 б.п., что соответствует доходности 9,75-10,00%. Учитывая большую дюрацию JFC, такая премия, на наш взгляд, представляется достаточной.

После публикации аудированной отчетности, доходность выпуска может опуститься ниже – в случае если консолидированные показатели по Группе не обнаружат существенно более высокую долговую нагрузку и меньшую рентабельность.

Пока же мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе и ориентироваться на доходность в диапазоне 9,75-10,0%.

**Финансовые показатели РПК и JFC, млн. долл.**

Показатель	РПК	JFC*
Выручка	250.8	363.6
Валовая прибыль	24.6	50.7
ЕБИТДА	12.7	36.6
Чистая прибыль	4.8	13.4
Активы	89.6	211.5
Долг	33.2	136.6
Долгоср. долг/ Долг	0.0%	93%
Валовая рент-ть	9.8%	13.9%
Рент-ть по ЕБИТДА	5.1%	10.1%
Чистая рент-ть	1.9%	3.7%
Долг/ЕБИТДА	2.6	3.7
ЕБИТДА/Проценты	9.0	2.8
Долг/Активы	37.0%	64.6%
Долг/Выручка	13.2%	37.6%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

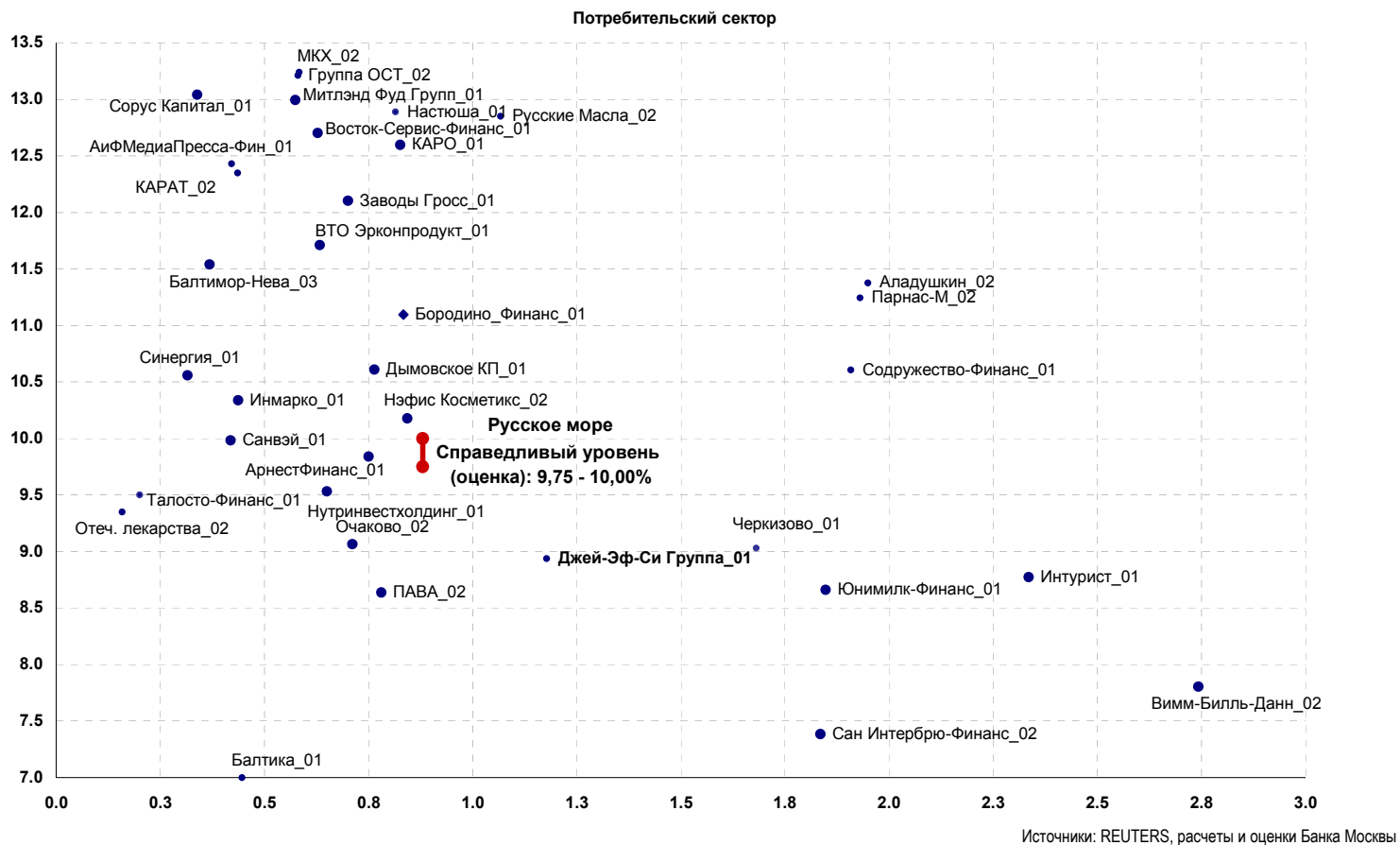
\* данные за 2005г.

**Плюсы**

- Успешно раскрученный бренд «Русское море», на сегодняшний день известный большинству россиян
- Динамично растущий бизнес, увеличивающаяся рентабельность операций
- Устойчивые позиции на рынке дистрибуции охлажденной и замороженной рыбы и морепродуктов

**Минусы**

- Отсутствие консолидированной отчетности по Группе
- Высокие инвестиционные аппетиты, которые с высокой степенью вероятности спровоцируют рост долговой нагрузки



**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**  
 Залеская Анастасия  
[Zalenskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Zalenskaya_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.