

## Монитор первичного рынка

### ОГК-2 – приоритетный актив для Газпрома Выпуск облигаций серии 01

Залеская Анастасия  
 Zaleskaya\_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО "ОГК-2"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	5000
Гос. номер	4-01-65105-D
Дата начала размещения	29.06.2007
Срок погашения/ оферта, лет	3 года
Дата погашения	18.06.2012
Организатор	Номос-Банк
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.ogk2.ru
Прогноз	
Ставка купона, % год.	7.46 - 7.56
Доходность к оферте/ погашению, %	7.60 - 7.70
Базов. актив	ОФЗ 25061
Спрэд, б.п.	161 - 171 б.п.

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

#### Профиль эмитента

ОАО «ОГК-2» – оптово-генерирующая компания, зарегистрирована в марте 2005г. Основным видом деятельности компании является производство и оптовая продажа электрической и тепловой энергии. Выработанная электроэнергия в полном объеме реализуется на оптовом рынке электроэнергии. Тепловая энергия реализуется на розничном рынке. Суммарная установленная электрическая мощность ОГК-2 составляет 9 МВт. Выработка электроэнергии по итогам 2006г. – 49 млн. кВт/ч.

Реорганизация компании завершилась в сентябре 2006г. – к ОАО «ОГК-2» были присоединены 5 филиалов – ГРЭС, которые на сегодняшний день входят в состав компании. С этого момента ОГК-2 функционирует как единая операционная компания.

#### Филиалы ОГК-2:

- Псковская ГРЭС; вид топлива – газ;
- Ставропольская ГРЭС; газ и мазут
- Серовская ГРЭС, газ и уголь
- Троицкая ГРЭС; уголь
- Сургутская ГРЭС-1; газ.

Большинство филиалов (4 из 5) ОГК-2 расположены в энергодефицитных ОЭС (объединенных энергосистемах) – Юга, Сибири и Урала.

Основная часть электро- и теплоэнергии производится Сургутской ГРЭС-1:

- более 50% суммарной выработки и продаж электроэнергии по итогам 2006г.;
- более 70% продаж теплоэнергии в 2006г.

#### ОГК и ТГК

В отличие от ТГК, все оптово-генерирующие компании были созданы по экстерриториальному признаку и объединяют федеральные станции, расположенные в разных частях России. Экономический смысл – создать конкуренцию между производителями электроэнергии, повысить эффективность генерации и сделать отрасль более привлекательной для инвесторов.

Кроме того, такое разделение электростанций среди ОГК задумывалось для того, чтобы все ОГК получили примерно равные стартовые условия. Таким образом, изначально кредитное качество всех ОГК примерно сопоставимо, что доказывают облигации ОГК-6 и ОГК-5 торгующиеся с разницей всего в 30 б.п. В дальнейшем, после того как пройдут все запланированные допэмиссии акций ОГК и будут реализованы госдоли в генкомпаниях, когда определяться стратеги, мы ожидаем расширения спрэдов между ОГК.

#### Акционеры

В настоящий момент 81% акций ОГК-2 принадлежит РАО ЕЭС.

Осенью этого года Компания проведет допэмиссию, с помощью которой планирует привлечь более 1,5 млрд. долл. Размещение будет проведено по технологии «dual track», что означает, что в зависимости от спроса акции могут быть предложены либо лишь стратегу, либо и стратегу, и

#### Плюсы

- Большая заинтересованность Газпрома в контроле над компанией
- Умеренный расход топлива
- Высокий коэффициент использования установленной мощности

#### Минусы

- Протест ФАС относительно увеличения доли Газпрома в генерации
- Невозможность влиять на ценообразование в рамках регулируемого сегмента на НОРЭМ
- Высокая доля дорогого газа в топливном балансе

частным инвесторам. В результате проведения допэмиссии, уже одобренной акционерами ОГК-2, доля ПАО ЕЭС сократится до не менее 55,7%.

Наибольший интерес к покупке пакета допэмиссии до сих пор проявлял Газпром, который также включил компанию в список обмена энергоактивов, надеясь увеличить долю в ОГК-2. Препятствием к обмену и приобретению пакета допэмиссии стал высокий уровень концентрации генерирующих активов под контролем газового монополиста. ФАС подсчитала, что интересы Газпрома охватывают до 44,7% генерации в России. В результате перспективы увеличения доли Газпрома в ОГК-2 и ОГК-6 до конца неясны. У большинства участников, в том числе у нас, есть уверенность, что так или иначе Газпром сможет аккумулировать контрольный пакет акций в обеих ОГК. Вполне возможно, что Газпром получит контроль над компаниями сразу – в результате обмена энергоактивов.

Решение о схеме обмена будет озвучено государством довольно скоро, однако голосование по реорганизации и обмену активами будет проведено на внеочередном собрании акционеров в лучшем случае в конце сентября – начале октября.

### НОРЭМ

В результате проведенной реформы электроэнергетической отрасли в 2006г. была запущена новая модель оптового рынка электроэнергии – НОРЭМ. Торговля в НОРЭМ осуществляется с использованием следующих основных механизмов:

- торговля электрической энергией по регулируемым тарифам на основании договоров купли-продажи электрической энергии (регулируемые договоры – РД);
- торговля электрической энергией по свободным, определяемым по соглашению сторон в двусторонних договорах купли-продажи электрической энергии (свободные двусторонние договоры);
- торговля электрической энергией по свободным ценам, определяемым путем конкурентного отбора ценовых заявок покупателей и поставщиков, осуществляемого за сутки до начала поставки (рынок на сутки вперед – РСВ);

В настоящее время большая часть электроэнергии реализуется путем заключения регулируемых договоров, однако, по мере либерализации электроэнергетики и рынка оптовой продажи электроэнергии в частности, доля нерегулируемых договоров будет расти. Соответственно, ОГК смогут повышать цены на часть поставляемой энергии.

### Основные инвестпроекты ОГК-2:

- строительство двух угольных энергоблоков установленной мощностью по 660 МВт на площадке Троицкой ГРЭС (год ввода – 2009);
- строительство угольного энергоблока установленной мощностью 330 МВт на площадке Серовской ГРЭС (год ввода – 2009);
- строительство двух паро-газовых энергоблоков установленной мощностью по 400 МВт на площадке Ставропольской ГРЭС (год ввода – 2011).

К 2010г. компания планирует ввести 1280 МВт дополнительной мощности. Необходимые инвестиции на 2007-2011гг. – более 50 млрд. руб. (~2 млрд. долл.).

### Финансовые показатели

Компания имеет аудированную отчетность по МСФО за 2005г., однако эта отчетность консолидирует финансовые показатели лишь трех из пяти ГРЭС, контроль над которыми на тот момент был у ОГК-2. Балансовые показатели бухгалтерской отчетности за 2006г. включают все пять электростанций, однако отчет о прибылях и убытках содержит результаты трех ГРЭС лишь за три с лишним месяца – с момента окончания реорганизации ОГК-2.

Поскольку переход части генерирующих активов на баланс ОГК-2 произошел лишь в 2006г., компания пока не имеет годовой финансовой отчетности, которая в полной мере отражала бы все потоки ОГК-2.

Мы также в очередной раз обращаем внимание инвесторов на тот факт, что финансовые результаты большинства ТГК-ОГК за 2005-2006гг. не отражают истинное состояние реорганизованных компаний, поэтому делать вывод о кредитном качестве на основании только лишь финансовой отчетности нецелесообразно.

### Активы

Объем активов на конец 1 квартала составлял 605 млн. долл. По сравнению с 2005г. активы компании выросли на 30% в результате присоединения генерирующих мощностей региональных компаний.

### Долг

Учетной политикой компании предусмотрено, что ОГК-2 учитывает заемные средства, срок погашения которых свыше 12 месяцев, в составе долгосрочной задолженности. Перевод долгосрочной задолженности в краткосрочную не производится, даже если до погашения осталось менее 365 дней. Таким образом, информация о соотношении краткосрочного и долгосрочного долга не является адекватной.

На сегодняшний день объем долга составляет 152 млн. долл. Долг/ЕБИТДА сократился с 8,6Х до

### **Основные финансовые показатели ОГК-2, млн. долл.**

	2006	Q1 2007
Выручка	304.4	297.0
ЕБИТДА	24.6	39.6
Чистая прибыль	5.4	22.5
Активы	648.5	605.3
Долг	212.0	152.1
СК	363.8	367.8
Рент-ть по ЕБИТДА	8.1%	13.3%
Чистая рент-ть	1.8%	7.6%
Долг/ЕБИТДА*	8.6	1.0
ЕБИТДА/Проценты	7.24	9.46
Долг/Активы	32.7%	25.1%
Долг/Выручка	69.7%	12.8%

Источник: ОГК-2, оценки Банка Москвы

\* использованы аннуализированные показатели

1,0X, благодаря сокращению объема долга и росту рентабельности операций ОГК-2.

Показатели Долг/ЕБИТДА для всех электроэнергетических компаний являются аннуализированными. Мы признаем неправильность этого метода, однако приводим показатели, поскольку сравнение 1 квартала 2007г. с 1 кварталом 2006г. являлось бы еще большей неточностью. Оценки Долг/ЕБИТДА и Долг/Выручка на конец года условны, однако позволяют нам оценить best case scenario – случай, если Долг компаний остается неизменным, а ЕБИТДА будет расти теми же темпами.

Учитывая большой объем необходимых инвестиций ОГК-2, в дальнейшем мы ожидаем многократного роста долговой нагрузки. В общей сложности в 2007г. ОГК-2 планирует привлечь 40 млрд. руб. (770 млн. долл.), пока нам неизвестно какую долю удастся выручить компании с помощью IPO.

Отчет о прибылях и убытках

Выручка ОГК-2 составила 297 млн. долл. по итогам 1 квартала – впервые отчетность ОГК-2 консолидирует финансовые результаты филиалов в полной мере. В то же время данные показатели не слишком репрезентативны, поскольку первый квартал является самым эффективным для энергетических компаний, и не может являться базой для построения прогнозов результатов компании на конце года. С другой стороны, по признанию представителей многих энергокомпаний – жаркие весна-лето этого года сделают свое дело – все большее количество людей пользуется кондиционерами, что приводит к росту потребления электроэнергии летом.

Рентабельность ЕБИТДА выросла – с 8,1% в 2006г. до 13,3% в конце первого квартала, косвенно подтверждая наши слова о сезонности показателей генкомпаний.

Выводы

Финансовые показатели ОГК-2 за 1 квартал 2007г. отражают довольно высокую рентабельность и долговую нагрузку выше средней, которая может увеличиться по мере реализации обширной инвестпрограммы компании. Полноценное отражение в виде отчетной информации результаты деятельности ОГК-2 получат лишь по окончании 2007г.

Сектор электроэнергетики в настоящий момент находится на перепутье – в настоящий момент основная интрига связана не с операционной деятельностью ТГК/ОГК, а с грядущими допэмиссиями, которые пройдут в 2007-2008гг. В ходе этих допэмиссий будут определены стратегические инвесторы, которые впоследствии, скорее всего, аккумулируют у себя контрольные пакеты акций ТГК. С точки зрения кредитного качества, приход стратегического акционера в акционерный капитал ОГК/ТГК является ключевым вопросом. В этом смысле наличие ярко выраженного интереса у Газпрома к покупке ОГК-2 и ОГК-6 является важным преимуществом.

**Основные показатели оптово-генерирующих компаний в первом квартале 2007г., млн. долл., если не указано иное**

Показатель	ОГК-2	ОГК-3	ОГК-5	ОГК-6
Выручка	297.0	307.6	289.8	313.2
ЕБИТДА	39.6	10.8	25.1	61.1
Рент-ть по ЕБИТДА	13.3%	3.5%	8.7%	19.5%
Активы	605.3	3 770.9	1 876.0	850.7
Долг	152.1	21.7	186.7	219.5
СК	367.8	3 487.2	1 569.7	483.6
Долг/ Активы	25.1%	0.6%	10.0%	25.8%
Долг/ ЕБИТДА*	3.8	0.5	1.9	0.9
Установленная мощность электроэнергии, МВт	8695.0	8497.0	8672.0	9052.0
Установленная мощность теплотенергии, Гкал/ч	2323.0	н.д.	2242.0	2036.0
Выработка электроэнергии в 2006г., млн. кВт/ч	48840.0	30613.0	40400.0	32900.0
КИУМ электроэнергии	64.1%	41.1%	53%	32%
Рейтинги	-	-	Вaa3	-
Доходность облигаций; дюрация в годах	7.6-7.7%; 2,5 **	7.12% на аукционе; 0,43	7.39%; 1,94	7.71%; 2,4
Доля газа в топливе	71.6%	54.0%	50.0%	41.5%
Расход топлива, г/кВтч	346.0	341.1	336.0	362.0
Стратегический инвестор	Газпром	Норникель	Enel	Газпром

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

\* аннуализированный показатель

\*\* прогноз доходности

Сравнительный анализ ОГК, позиционирование выпуска

ОГК-2 имеет самый большой объем выработки электроэнергии по итогам 2006г. года и самый высокий коэффициент использования установленной мощности. Минусом является высокая доля дорогого газа в топливном балансе компании.

На наш взгляд, оценка доходности выпуска ОГК-2 должна отталкиваться от ОГК-5 – бенчмарка, обладающего довольно высокой ликвидностью и адекватной доходностью на рынке рублевого долга. ОГК-5 выглядит оптимально с точки зрения топливного баланса и расхода условного топлива. Для держателей облигаций компании также важна возможность перехода контроля над

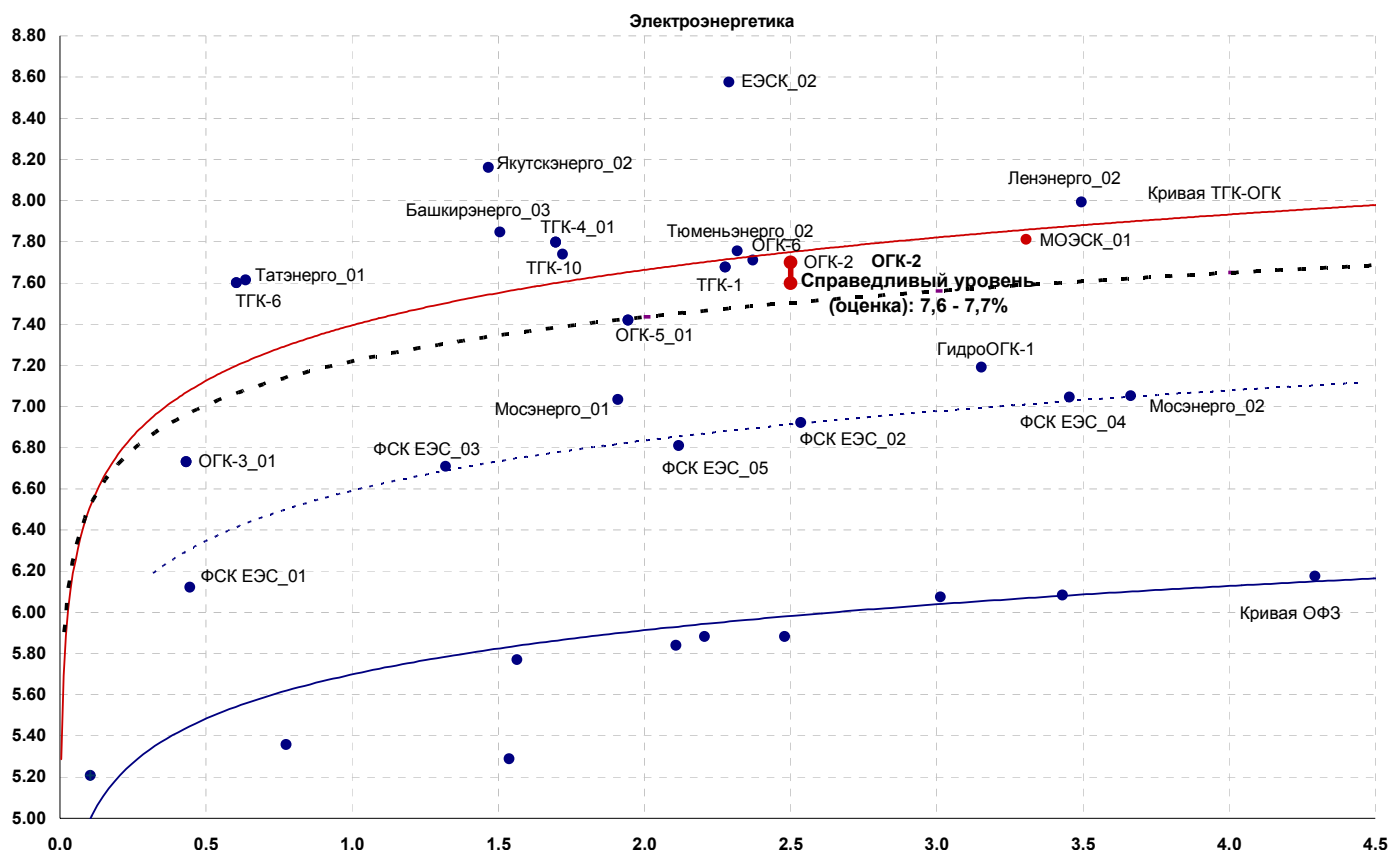
ОГК-5 к стратегическому инвестору Enel, которая обладает высокими кредитными рейтингами. Напомним, что 7 июня 2007г. состоялся аукцион по продаже пакета акций объемом 25,03% итальянской энергокорпорации Enel («А», прогноз «негативный» по шкале S&P; «A1» по шкале Moody's).

Аукцион стал первым по продаже акций электроэнергетических компаний, который выиграл иностранный инвестор. Приход сильного стратегического инвестора в акционерный капитал ОГК-5 мы оцениваем как весомый положительный фактор в копилку ОГК-5, однако, высокая доля неопределенности по поводу дальнейшего развития событий (одобрит ли государство переход компании под контроль Enel) не позволяет нам ставить агрессивных целей по доходности ОГК-5. Необходимый спрэд ОГК-2 к ОГК-5 мы оцениваем в размере 10-20 б.п.

Другим бенчмарком для позиционирования ОГК-2 может служить ОГК-6, недавно вышедшая на вторичный рынок. Выпуск торгуется с доходностью 7,70%. Кредитное качество ОГК-6 мы считаем самым слабым из представленных на рынке рублевого долга ОГК.

На наш взгляд, оптимальная доходность ОГК-2 находится между ОГК-5 и ОГК-6, которые мы считаем нижней и верхней границей по доходности для размещаемого выпуска. Таким образом, доходность ОГК-2, по нашему мнению, должна складываться в диапазоне 7,40-7,71%. С учетом оценки справедливого спреда ОГК-2 к ОГК-5 в размере 10-20 б.п. и более высокой дюрации ОГК-2, получаем доходность 7,60-7,70%.

Надо заметить, что в целом, мы отмечаем небольшое снижение спроса на бумаги электроэнергетического сегмента по сравнению 2-3 месяцами назад, хотя на рынок рублевого долга не вышло еще и половины от всех ожидаемых нами ОГК/ТГК. По мере роста представленности эмитентов этой отрасли мы ожидаем постепенного охлаждения инвесторов к выпускам этих компаний. Поэтому мы рекомендуем инвесторам выставлять заявки в диапазоне 7,6-7,7%; более агрессивное размещение, на наш взгляд, несет риски для участников, в особенности принимая во внимание исторически минимальные доходности длинных рублевых бондов. В то же время, мы признаем большие возможности для апсайда сектора, которые сулит завершение реформы отрасли и допэмиссии, которые выявят стратегических акционеров в ТГК/ОГК.



Источники: REUTERS, Банк 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**  
Мусяненко 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  
[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.