

Монитор первичного рынка

Возрождение банковского сектора первичного рынка

Банк «Возрождение» – универсальный банк, входящий в первую тридцатку по размеру активов и собственного капитала в рейтинге «Интерфакс-100». Филиальная сеть банка насчитывает 169 офисов в 20-ти регионах страны. Основной регион присутствия – Московская область, в то же время банк активно развивает региональную сеть, которая охватывает 20 регионов – в основном на юге и северо-западе России. Банку присвоен рейтинг от Moody's на уровне «Вa3».

По словам организаторов займа (Газпромбанк и Ситибанк), выпуск будет включен в ломбардный список и список А1 ММВБ, что будет выступать дополнительной «подушкой безопасности» в моменты проседания рынка. При этом в рамках банковского сектора долгового рынка небольшая боля долговых бумаг и кредитов в обязательствах Возрождения является гораздо большим аргументом в пользу относительной защищенности выпуска – принадлежность к ломбардному списку не мешает выпускам того же УРСА Банка «попадать под раздачу» при появлении нового негатива извне.

Мы считаем участие в аукционе привлекательным даже по нижней границе заявленного организаторами диапазона доходности – от 10.5%. Справедливый уровень доходности выпуска Возрождения-02 без учета премии – 9.5-9.8%, справедливая премия при размещении – 80-100 б. п., диапазон доходности – 10.3-10.8%.

ДГК: Другая генерирующая компания

ДГК – территориальная генерирующая компания, созданная на базе дальневосточных энергетических активов. Основным видом бизнеса компании является производство тепловой и электрической энергии, а также транспортировка и распределение тепловой энергии между потребителями. По электрической мощности ДГК (5 840 МВт) занимает 4-е место среди всех ТГК. По установленной мощности теплоэнергии компания находится на 8-м месте. 100% акций ДГК принадлежит Дальневосточной энергетической компании (ДЭК), контрольным пакетом которой владеет РАО ЕЭС. Миноритарным акционером ДЭК является угольная компания СУЭК, в распоряжении которой находится 30%-ный пакет акций. После ликвидации РАО ЕЭС контрольный пакет ДЭК останется у государства, и этот факт является главным конкурентным преимуществом ДГК по сравнению с другими ТГК. Более того, поскольку около 30% акций СУЭКа, по всей видимости, будут внесены в СП СУЭКа и Газпрома, не напрямую доля государства может достигнуть 75-80%. Доходностью, на которую следует опираться при прайсинге ДГК, на наш взгляд, является доходность в размере 10.25%. Эта ставка учитывает доходность бумаг ТГК-8 и ТГК-1, премию на первичном рынке, а также премию в 50 б. п. за более слабое кредитное качество и дебют. Мы рекомендуем инвесторам выставлять заявки с доходностью более 10.25%, что соответствует ставке купона в размере 10%.

Наталья Ковалева
 Kovaleva_NY@mmbank.ru

Анастасия Михарская
 Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО Банк «Возрождение»	ОАО «ДГК»
Серия выпуска	2	1
Объем выпуска, млн. руб.	5000	5000
Гос. номер	4-02-01439-B	4-01-32532-F
Дата начала размещения	21.02.2008	фев-мар 2008
Срок погашения/ оферта, лет	3 года	1 год/ 5 лет
Дата погашения	22.02.2011	2013
Организатор(ы)	Газпромбанк, Ситибанк	Росбанк и КИТ Финанс
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ
Web	www.vbank.ru	www.dvgk.ru
Прогноз		
Ставка купона, % год.	10.05 - 10.52	10.00-10.25
Доходность к оферте/ погашению, %	10.3 - 10.8	10.25-10.51
Спрэд к бескупонной кривой, б. п.	400 - 450	430-456

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Содержание

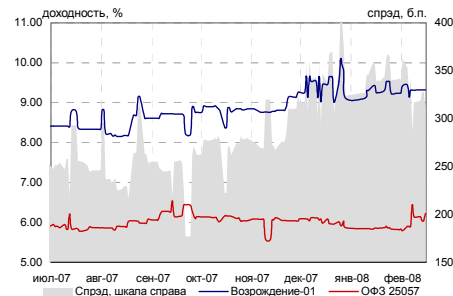
Возрождение банковского сектора первичного рынка	2
ДГК: Другая генерирующая компания	5

Возрождение банковского сектора первичного рынка

Выпуск облигаций серии 02

Наталья Ковалева
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Эмитент	ОАО Банк "Возрождение" (г. Москва)
Серия выпуска	2
Объем выпуска, млн. руб.	5000
Гос. номер	4-02-01439-B
Дата начала размещения	21.02.2008
Срок погашение/ оферта, лет	3 года
Дата оферты	
Дата погашения	22.02.2011
Организатор(ы)	Газпромбанк, Ситибанк
Место обращения (Listing)	ММВБ
Прогноз	
Справедл. доходность БЕЗ премии	9.5 - 9.8
Справедливая премия	80 - 100
Справедл. доходность с премией	10.3 - 10.8
Ставка купона, % год.	10.05 - 10.52
Спрэд к бескупонной кривой, б.п.	400 - 450



Доходность и спред за 20 торгов. дней *

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Возрождение-01	9.33	0.11	9.14	9.53
ОФЗ 25057	5.96	0.17	5.79	6.44
Спрэд	337	21	287	367

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

*По состоянию на: 15.02.08

Банк «Возрождение» – универсальный банк, входящий в первую тридцатку по размеру активов и собственного капитала в рейтинге «Интерфакс-100». Филиальная сеть банка насчитывает 169 офисов в 20-ти регионах страны. Основной регион присутствия – Московская область, в то же время банк активно развивает региональную сеть, которая охватывает 20 регионов – в основном на юге и северо-западе России. Банку присвоен рейтинг от Moody’s на уровне «Ва3».

Темпы роста бизнеса банка весьма впечатляющие. По итогам 9 месяцев 2007 г. чистая прибыль банка выросла более чем в 2 раза (год к году) – на \$ 22.5 млн до \$ 46.6, активы – на 70 % – с \$ 2 364 млн до \$ 4 019 млн. Рост кредитного портфеля составил 77 %, при этом объемы розничного кредитования почти удвоились. Во многом столь значительные темпы развития были обеспечены за счет привлечения дополнительного капитала.

Акционеры

- Председатель правления банка Д. Орлов – 31 %
- Менеджмент – 5 %
- Иностранные институциональные инвесторы – 30 %
- Физлица – 5 %
- Российские компании – 29 %

Кредитный портфель

Основную часть кредитного портфеля составляют кредиты корпоративным клиентам. По итогам 3-го квартала 2007 г. доля кредитов физлицам составляла около 19 %, доля корпоративных кредитов – 81 %. В рамках кредитования корпоративных клиентов основной процент приходится на кредиты малому и среднему бизнесу.

Банк называет своей задачей сбалансированное развитие как корпоративного, так и розничного бизнеса. Кредиты физлицам 2 года назад составляли всего около 11 % от совокупного кредитного портфеля, сейчас их доля растет опережающими темпами по сравнению с кредитованием корпоративных клиентов. В свою очередь, наиболее динамично растущей составляющей розничного кредитного портфеля являются ипотечные кредиты, на долю которых приходится около 52 % всех кредитов банка. По данным банка, он занимает 11-е место по количеству и 20-е место по объему выданных ипотечных кредитов.

По итогам 9 месяцев 2007 г. рост кредитного портфеля составил 77 %. Однако, несмотря на активное наращивание кредитного портфеля, доля просроченных долгов остается низкой – по итогам 3-го квартала она составила 1.9 %, что близко к среднему показателю по России. При этом совокупный объем созданных резервов на возможные потери по ссудам превышал объем просроченных кредитов в 1.8 раза.

Пассивы

Структура фондирования банка хорошо диверсифицирована. По итогам 9 месяцев 2007 г. доля субординированных займов и долговых бумаг в обязательствах банка была относительно небольшой и составляла 11.8 %, средства клиентов превышали суммарный объем субординированных займов и долговых бумаг более чем в 7 раз. При текущей рыночной конъюнктуре это, безусловно, можно отнести к сильным сторонам банка. Разница в доходности, требуемой инвесторами по облигациям банков, зависимость которых от этих источников финансирования велика (Банк Русский Стандарт, ХКФ Банк, УРСА Банк), в

Плюсы

- Высокие темпы роста бизнеса;
- диверсифицированная структура фондирования;
- Небольшая доля субординированных займов и долговых бумаг в обязательствах;
- Высокий уровень достаточности капитала

Минусы

- Высокий уровень расходов;
- Показатели рентабельности немного ниже среднего уровня по России

настоящее время весьма существенна (см. график в конце). Привлечение нового займа значительно не изменит картину – средства клиентов также будут в несколько раз превышать совокупный объем займов и долговых бумаг.

В мае 2007 г. банк провел SPO, в ходе которого было размещено 3 млн акций (около 13 % УК). В результате банк привлек \$ 117 млн. Показатель Капитал/Активы по итогам 9 месяцев 2007 г. составил 11.2 %, достаточность капитала (капитал 1-го и 2-го уровня) – 16 % по сравнению с 12.5 % по итогам 2006 г. Привлечение дополнительного капитала послужило фундаментом развития банка в 2007 г. и закладывает базу для его дальнейшего развития в ближайшие годы.

Рентабельность

Чистый процентный доход банка по итогам трех кварталов увеличился на 74 % (год к году), чистый комиссионный доход – на 40 %. Чистая процентная маржа находится на приемлемом уровне – 7.9 %, что незначительно меньше аналогичного показателя год назад.

Рентабельность активов ROAA и рентабельность собственного капитала ROAE немного ниже среднего уровня по стране (около 3 % и 23 % соответственно). По итогам 9 месяцев 2007 г. эти показатели составили 1.8 % и 18.9 % соответственно. При этом ROAE по сравнению с аналогичным периодом прошлого года незначительно снизился (с 19.2 %), а по сравнению с итогами 2006 г. – вырос (с 18 %).

Одним из основных слабых мест финансовых результатов банка является высокий уровень расходов, что, впрочем, характерно для российской банковской системы в целом. При этом банк продолжает повышать контроль над затратами, что выражается в снижении соотношения cost/income ratio. По итогам 9 месяцев 2007 г. этот показатель уменьшился до 71 % по сравнению с 78 % год назад и 79 % по итогам 2006 г.

Основные финансовые показатели Банка Возрождение, млн долл.

	2006	9 мес. 06	9 мес. 07	изм %
Процентные доходы	231.4	160.3	264.7	65%
Процентные расходы	103.0	74.2	114.9	55%
Чистый % доход	128.4	86.1	149.8	74%
Чистый комиссионный доход	76.2	56.6	79.0	40%
Прибыль до налогов	39.9	29.1	61.4	111%
Чистая прибыль	29.5	22.5	46.6	107%
	2006	9 мес. 06	9 мес. 07	
Активы	2 788.6	2 364.1	4 019.1	70%
Кредитный портфель*	1 991.0	1 742.8	3 092.5	77%
в том числе NPL	33.8	27.9	58.8	111%
Обязательства	2 579.5	2 165.4	3 570.1	65%
Средства клиентов	2 304.3	1 927.9	3 038.5	58%
Долговые бумаги	155.2	161.8	300.6	86%
Субординированные займы	93.7	55.6	120.1	-
Собственный капитал	209.2	198.8	449.0	126%
	2006	9 мес. 06	9 мес. 07	
ROAA	1.3%	1.5%	1.8%	
ROAE	18.0%	19.2%	18.9%	
Чистая % маржа	8.4%	8.2%	7.9%	
Капитал/ Активы	7.5%	8.4%	11.2%	
NPL/ Кредитный портфель	1.7%	1.6%	1.9%	
Резервы/NPL	2.1	2.7	1.8	

* за вычетом резервов

Источник: данные Банка, оценки Банка Москвы

Позиционирование

В марте 2007 г. банк «Возрождение» разместил дебютный облигационный выпуск сроком обращения 3 года. В настоящее время бумаги с дюрацией 1.84 года торгуются с доходностью около 9.3%. Средняя доходность за последние 20 дней – 9.33%. Срок обращения нового выпуска также составит 3 года, дюрация – около 2.7 года. Премию за срок мы оцениваем на уровне порядка 20 б. п.

Организаторы займа, Газпромбанк и Ситибанк, недавно повысили ориентиры по купонной ставке с первоначально заявленных 9.15-9.75% до 10.25-10.75%, что соответствует доходности к погашению 10.5-11%. Таким образом, предлагаемая при размещении премия новых бумаг к уже обращающемуся выпуску составляет 100-150 б. п.

Помимо бумаг самого Возрождения на рынке рублевого долга обращается достаточно большое количество облигаций банков с таким же рейтингом от Moody's либо с аналогичным рейтингом от других рейтинговых агентств, в том числе бумаги Банка Русский Стандарт, ХКФ Банка и УРСА Банка. Принципиальным отличием этих трех банков от других банков данной группы является существенная доля заемных средств (долговые бумаги, синдицированные кредиты) в пассивах. При текущей рыночной конъюнктуре высокая зависимость от внешних источников финансирования воспринимается инвесторами крайне негативно, поскольку возможности рефинансирования существенно затруднены. Как видно на графике, кривая доходности облигаций банков с рейтингом «Ва3» от Moody's или «BB-» от S&P и Fitch, построенная с учетом бондов УРСА Банка, БРС и ХКФ Банка, выше кривой, построенной без их учета, примерно на 150 б. п.

Облигации банка «Возрождение» торгуются немного ниже второй кривой. Ориентиры по доходности, предложенные организаторами займа, предлагают премию к этой кривой около 70-120 б. п.

Мы оцениваем справедливый уровень доходности выпуска Возрождения-02 без учета премии в диапазоне 9.5-9.8%, а предложенную премию считаем адекватной текущим реалиям. По словам организаторов, выпуск будет включен в ломбардный список (рейтинг позволяет) и список А1 ММВБ. Это будет выступать дополнительной «подушкой безопасности» в моменты проседания рынка. При этом именно в рамках банковского сектора долгового рынка небольшая боля долговых бумаг и кредитов в обязательствах Возрождения является гораздо большим аргументом в пользу относительной защищенности выпуска – принадлежность к ломбардному списку абсолютно не мешает выпускам того же УРСА Банка «попадать под раздачу» при появлении нового негатива извне.

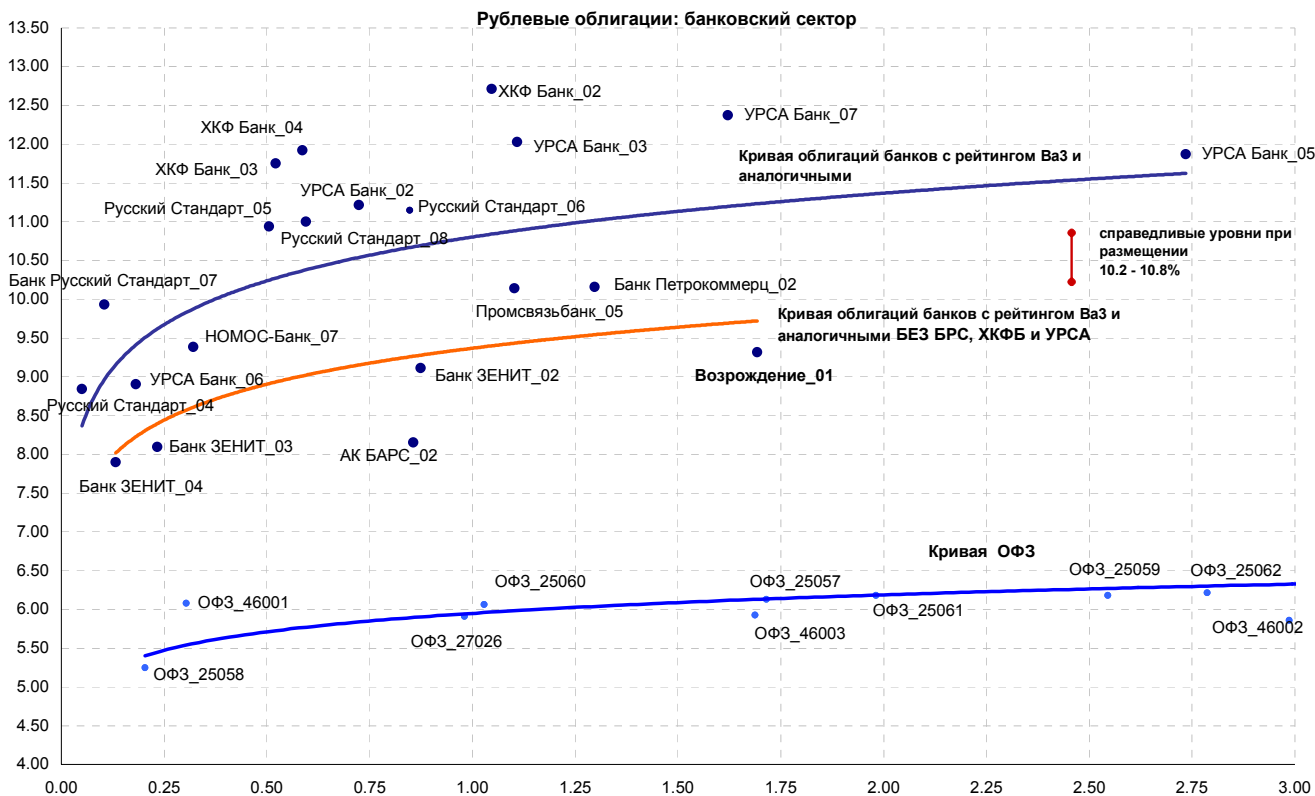
Мы считаем участие в аукционе привлекательным даже по нижней границе заявленного диапазона доходности – от 10.5%. Справедливая премия при размещении – 80-100 б. п., диапазон доходности – 10.3-10.8%.

Рейтинги банков, сравнимые с рейтингом

Банка Возрождение

	S&P	Moody's	Fitch
АК БАРС		Ba2	BB-
Банк ЗЕНИТ		Ba3	B
Банк Русский Стандарт	BB-	Ba2	BB-
Банк Санкт-Петербург		Ba3	B
Возрождение		Ba3	
Дальневосточный банк		Ba3	
Еврофинанс-Моснарбанк		Ba3	B
НОМОС-банк		Ba3	B+
Петрокоммерц	B+	Ba3	
Промсвязьбанк	B+	Ba3	B+
Транскредитбанк	BB	Ba3	
УРАЛСИБ	B+	Ba3	B+
УРСА Банк		Ba3	B
ХКФ Банк	B+	Ba3	

Источники: данные рейтинговых агентств



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

ДГК: Другая генерирующая компания

Выпуск облигаций серии 01

Анастасия Михарская
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО «ДГК»
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	5000
Гос. номер	4-01-32532-F
Дата начала размещения	фев-мар 2008
Срок погашения/ оферта, лет	1 год/ 5 лет
Дата погашения	2013
Организатор(ы)	Росбанк и КИТ Финанс
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.dvgk.ru
Прогноз	
Ставка купона, % год.	10.00-10.25
Доходность к оферте/ погашению, %	10.25-10.51
Спрэд к бескупонной кривой, б.п.	430-456

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Дальневосточная генерирующая компания (далее – ДГК) – территориальная генерирующая компания, созданная на базе дальневосточных энергетических активов:

- Амурская генерация
- Хабаровская генерация
- Приморская генерация
- ЛуТЭК
- Нерюнгринская ГРЭС
- Хабаровская теплотрассовая компания
- Приморские тепловые сети

Компания была зарегистрирована в декабре 2005 г., однако свою работу начала лишь в прошлом году. Основным видом бизнеса ДГК является производство тепловой и электрической энергии, а также транспортировка и распределение тепловой энергии между потребителями. По электрической мощности ДГК (5 840 МВт) занимает 4-е место среди всех ТГК. По установленной мощности теплоэнергии компания находится на 8-м месте.

100 % акций ДГК принадлежит Дальневосточной энергетической компании (ДЭК), контрольным пакетом которой владеет РАО ЕЭС. Миноритарным акционером ДЭК является угольная компания СУЭК, в распоряжении которой находится 30%-ный пакет акций. Помимо ДГК в состав ДЭК также входит Дальневосточная распределительная сетевая компания (ДРСК).

Формально мощности энергетических активов были распределены по функциям – генерация, распределение и сбыт – между различными юридическими лицам, равно как и при реформировании других ТГК. С другой стороны, все эти компании аффилированы и объединены под единой компанией – ДЭК, которая помимо контроля управления дочерними предприятиями занимается сбытом электроэнергии.

После ликвидации РАО ЕЭС контрольный пакет ДЭК останется у государства, и этот факт является главным конкурентным преимуществом ДГК по сравнению с другими ТГК. Более того, поскольку около 30 % акций СУЭКа, по всей видимости, будут внесены в СП СУЭКа и Газпрома, не напрямую доля государства может достигнуть 75-80 %.

В отличие от остальных территориальных генерирующих компаний ОЭС Востока, в которую помимо ДГК входят Бурейская и Зейская ГЭС, являются изолированными от остальной части России и поэтому не могут конкурировать на открытом рынке электроэнергии (НОРЭМ). Для энергосистемы Востока, которая является избыточной, это серьезная проблема: установленная тепловая мощность системы составляет 7.5 ГВт при пиковом потреблении в 4.7 ГВт. Таким образом, в обозримом будущем свободный рынок без госрегулирования для ОЭС Востока будет закрыт, что означает более медленный рост тарифов, а следовательно, и более медленный рост денежных потоков ДГК.

Спрос на электроэнергию в ОЭС Востока растет медленными темпами – около 2 % в год, поэтому единственным способом повышения денежных потоков для компании является ее импорт за рубеж. Наиболее перспективный потребитель – Китай,

Плюсы

- Контрольный пакет ДЭК, которая владеет 100 % ДГК, останется в собственности государства
- Планируемые поставки электроэнергии в Китай помогут повысить денежные потоки в долгосрочной перспективе

Минусы

- Большой объем долга
- Денежные потоки от поставок электроэнергии в Китай начнут поступать не ранее 2011г.
- Изолированность ОЭС Востока ограничивает потоки ДГК
- Высокая себестоимость производства энергии
- Низкая финансовая прозрачность

переговоры с которым ведутся с 1998 г. В прошлом году поставки в Китай должны были составить 1.5 млрд кВт·ч в сравнении с 0.75 млрд кВт·ч в 2006 г. По соглашению об экспортных поставках в 2008-2010 гг. Россия планирует экспортировать в Китай 3.6-4.5 млрд кВт·ч в год. Большая часть этих поставок будет производиться за счет ГидроОГК. Мощности ДГК будут в большей степени затребованы после 2010 г., когда объем поставок возрастет до 18 млрд кВт·ч.

На уголь у ДГК приходится 90 % топливного баланса. Традиционно такая ситуация имела ряд преимуществ, поскольку до сих пор уголь являлся более экономичным видом топлива. Значительный рост цен на уголь вызвал формирование обратной тенденции, когда часть генкомпаний предпочитает переходить с угля на газ.

В случае ДГК стоимость транспортировки угля довольно высокая, что обуславливает высокую себестоимость производства энергии. Основным поставщиком угля на ТЭС генкомпания является СУЭК, обеспечивающий 34 % от общего объема угля.

По сравнению с другими ТГК, представленными на рынке рублевого долга (например, ТГК-1), инвестиционная программа ДГК до 2011 г. предполагает вложения в размере \$ 900 млн и является довольно небольшой. В то же время, в отличие от большинства генкомпаний, инвестиции которых будут осуществляться из средств, привлеченных с помощью IPO, финансировать свою инвестпрограмму ДГК будет самостоятельно.

Инвестпрограмма на 2008 год составляет \$ 400 млн. Основным проектом на этот год станет завершение газификации мазутных электростанций в Хабаровском крае. Осуществление проекта позволит ДГК значительно снизить себестоимость производства электроэнергии в филиале «Хабаровская генерация».

Основные показатели территориально-генерирующих компаний в 2006г., \$ млн.

Показатель	ТГК-1 (IAS)	ТГК-4 (IAS)	ТГК-6 (РСБУ)	ТГК-8 (IAS)	ТГК-10 (РСБУ)	ДГК (9М07 РСБУ)
Выручка	795.8	699.2	594.0	525.6	359.1	856.5
ЕБИТДА*	76.6	66.7	22.0	-8.7	35.7	133.0
Рент-ть по ЕБИТДА	9.6%	9.5%	3.7%	-	9.9%	15.5%
Активы	1 399.0	1 191.4	901.9	675.5	764.5	2 142.6
Долг	184.2	207.9	90.8	132.7	46.3	772.2
Долг/ Активы	13.2%	17.5%	10.1%	19.6%	6.1%	36.0%
Долг/ ЕБИТДА	2.4	3.1	4.1	-	1.3	5.8
Установленная мощность электроэнергии, МВт	6 278.4	3 347.8	3 139.0	4 337.0	3 129.0	5 840.0
Установленная мощность теплотенергии, Гкал/ч	14 754.0	17 844.0	11 120.0	14 289.0	14 675.0	12 600.0
Выработка электроэнергии, млн кВт·ч	23 242.4	13 044.0	13 234.0	16 147.0	16 793.8	19 400.0
Отпуск тепловой энергии, тыс. Гкал	22 190.0	30 436.0	18 590.0	14 497.0	22 261.0	22 300.0
Доля гидрогенерации, %	46.0%	0.0%	0.0%	8.0%	0.0%	0.0%
КИУМ электроэнергии	43%	45%	48%	51%	73%	н.д.
КИУМ тепловой энергии	20%	20%	17%	15%	21%	н.д.
Топливный баланс						
Газ	84.0%	98.0%	90.0%	96.0%	95.0%	5.8%
Уголь	5.0%	1.0%	3.0%	0.0%	5.0%	91.8%
Мазут	11.0%	1.0%	7.0%	4.0%	0.0%	2.2%
Расход топлива, г/кВтч	323.0	341.8	347.5	320.5	334.0	355.9
Доходность облигаций	8.17%	8.67%	10.25%	8.50%	9.7%	-
Инвестпрограмма до 2010г., \$ млн	4100.0	1800.0	500.0	1400.0	2 300 (до 2013г.)	912 (до 2011г.)
Стратегические инвесторы	Газпром	неизвестно	КЭС-Холдинг	Лукойл	неизвестно	государство

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

* в случае ТГК-1, ТГК-4 и ТГК-8 показатель ЕБИТДА очищен от единоразового восстановления убытка и резерва по обесценению

Финансовые показатели

Поскольку компания начала свою деятельность лишь в 2007 г., в наличии есть данные только за 9 месяцев 2007 г. по РСБУ. При том что отчетность РСБУ не раскрывает в полной мере финансовые показатели эмитента, бухгалтерская отчетность отражает основные моменты: большой объем долга и низкую рентабельность.

На конец сентября 2007 г. совокупный долг ДГК составлял \$ 788 млн, при этом на долгосрочный долг приходился всего 21 % от общего долга. По информации эмитента, привлекаемый облигационный заем будет направлен на рефинансирование кредитов уже привлеченных ранее под инвестпроекты ДГК. Таким образом, в результате размещения долговая нагрузка компании не изменится.

В то же время, поскольку ДГК планирует в этом году инвестировать \$ 400 млн, можно ожидать, что долг компании вырастет по итогам года как минимум до \$ 988 млн.

Низкая загруженность мощностей компании приводит к высокой себестоимости производимой энергии. У ДГК самый высокий удельный расход условного топлива среди представленных на рынке рублевого долга ТГК – около 356 г/кВт·ч.

Основные финансовые показатели ДГК, \$ млн.

	9М 2007	2007П	2008П
Выручка	856.5	1 193.7	1 399.1
ЕБИТДА	131.3	152.6	154.6
Чистая прибыль	-24.4	1.4	н.д.
Активы	2 142.6	2 029.3	2 124.2
Долг	772.2	712.9	689.4
Долгоср. долг/ Долг	21%	-	-
Рент-ть по ЕБИТДА	15.3%	12.8%	11.0%
Долг/ЕБИТДА	5.9	4.7	4.5
ЕБИТДА/Проценты	3.75	3.21	3.25
Долг/Активы	36.0%	35.1%	32.5%

Источник: ДГК, оценки Банка Москвы

Несмотря на то что тарифы на электроэнергию у ДГК одни из самых высоких (выше среднего уровня по России в 1.7 раза), компания не генерирует положительного операционного потока и имеет довольно скромную прибыль – по итогам 9 месяцев чистая прибыль была отрицательной, по итогам 2007 г. прибыль ДГК составила \$ 1.4 млн.

В целом мы оцениваем кредитное качество компании как довольно слабое, однако стоит отметить, что в отличие от других ТГК, которые обладают виртуальной поддержкой со стороны своих стратегов, ДГК может рассчитывать на реальную поддержку государства в виде бюджетных субсидий.

Позиционирование

Организатор выпуска (Росбанк) считает, что справедливая доходность выпуска ДГК должна складываться на уровне 30 б. п. над кривой ТГК и составлять 9.25-9.50 %.

Мы согласны, что ДГК должна размещаться с премией порядка 50 б. п. к ТГК-1 и ТГК-8, где уже определены качественные стратеги. Премия же к выпуску ТГК-6, на наш взгляд, необязательна, поскольку с точки зрения кредитного качества КЭС-Холдинг представляется более слабым стратегическим инвестором по сравнению с государственной долей в ДГК.

Стоит отметить, что сейчас подсектор генкомпаний можно условно разделить на две части: первая часть выпусков торгуется с доходностью 8.6-8.9 %. Этот уровень не отражает рыночных реалий – генерирующая компания сейчас не сможет разместиться по такой ставке. При размещении инвесторы могут потребовать премию до 100-150 б. п.

Вторая часть состоит из выпусков ТГК-10 и ТГК-6, которые уже переоценены согласно последним тенденциям в ходе размещения и оферты.

ТГК-10

Последним размещением, которое можно по праву назвать рыночным, стало размещение второго выпуска ТГК-10 объемом 5 млрд руб. Эмитент предложил щедрую премию ко вторичному рынку для того, чтобы заинтересовать инвесторов, и был вознагражден довольно большим спросом с их стороны. В результате доходность годового выпуска составила 9.99 %, или примерно на 150 б. п. выше того, как торговались другие выпуски ТГК на вторичном рынке, включая первый выпуск ТГК-10. В понедельник, после выхода на вторичный рынок, доходность бумаг скорректировалась до уровня 9.7 %.

ТГК-6

Сюрпризом для держателей выпуска стала новая ставка купона ТГК-6, которая составила 10 %, параллельно эмитент установил дополнительную годовую оферту. Таким образом, доходность выпуска ТГК-6 подскочила сразу до 10.25 % на 1 год. Насколько нам неизвестно, выпуск был размещен в феврале прошлого года среди ограниченного числа инвесторов, причем 95 % выпуска пришлось на западных инвесторов. Несмотря на это, выпуск обладает определенной ликвидностью – в августе нерезиденты начали сокращать позиции в бумаге, и она, наконец, попала на вторичный рынок.

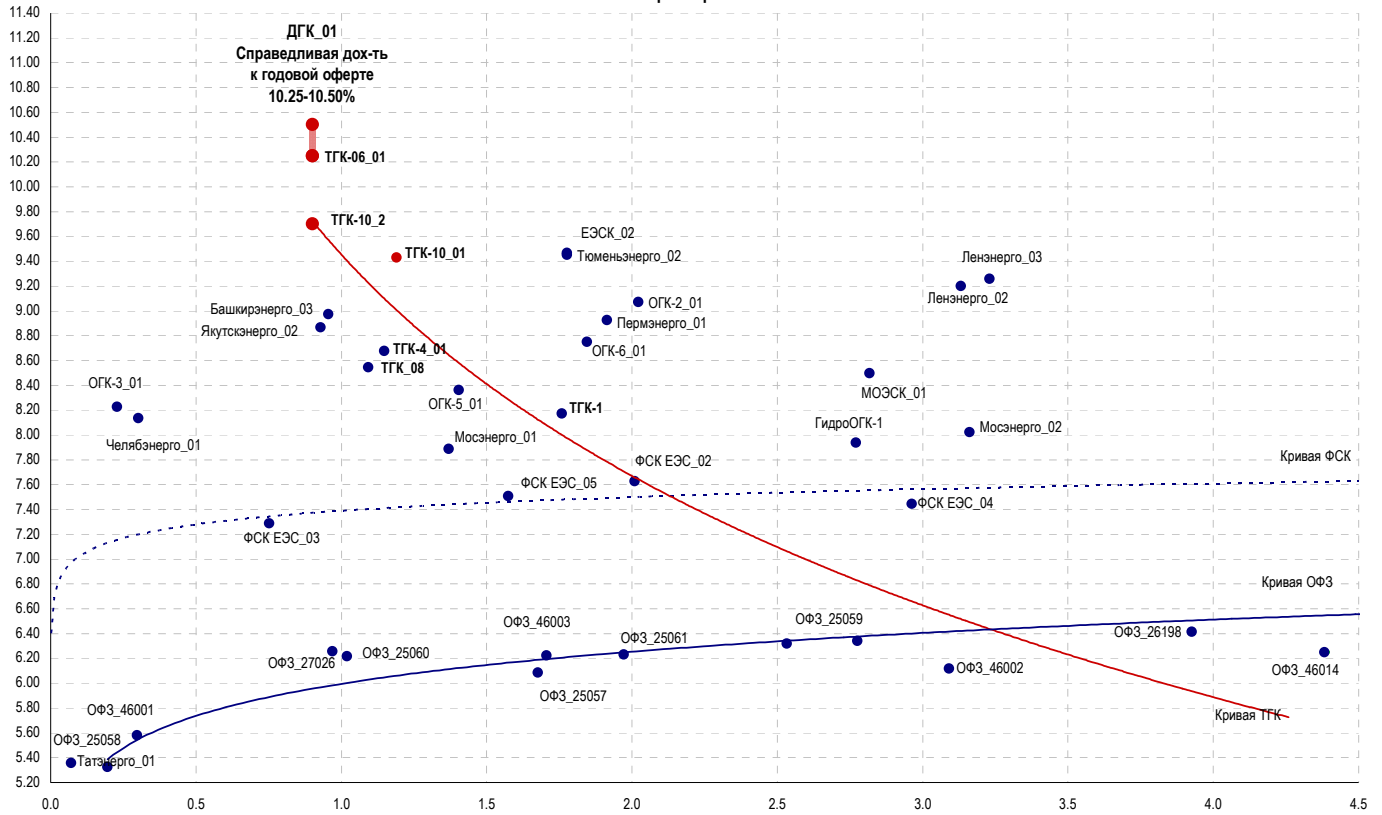
Напомним, что ТГК-6 размещала облигации на SPV-компанию «ТГК-6-Инвест», и поэтому ей не пришлось выставлять дополнительную оферту в связи с реорганизацией.

Мы считаем, что такая ставка для компании, стратегическим и контролирующим инвестором которой является КЭС-Холдинг, является адекватной и справедливой, учитывая довольно слабого стратега с точки зрения прозрачности и кредитного качества. Поэтому мы ожидаем снижения доходности до уровня не более 10 %.

Вывод

Результирующей доходностью, на которую следует опираться при прайсинге ДГК, на наш взгляд, является доходность в размере 10.25 %. Эта ставка учитывает доходность бумаг ТГК-8 и ТГК-1, премию на первичном рынке, а также премию в 50 б. п. за более слабое кредитное качество и дебют. Мы рекомендуем инвесторам выставлять заявки с доходностью более 10.25 %, что соответствует ставке купона в размере 10 %.

Электроэнергетика



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
Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Начальник отдела анализа рынка облигаций**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@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.