


**ГАЗПРОМБАНК**

## Мосэнерго: огни большого города

### Условия выпуска

Эмитент	ОАО «Мосэнерго»
Объем, млн руб.	2 000
Погашение	2010 г.
Ставка купона	12-13%
Организатор	Газпромбанк

### Структура акционеров Мосэнерго



Источник: данные Компании

- Мосэнерго – один из лидеров российской энергетики.** Компания занимает первое место по тепловой мощности, второе – по выработке электроэнергии и третье – по электрической мощности среди генкомпаний.
- Самые эффективные мощности в отрасли.** Компания – лидер по величине среднего удельного расхода топлива, составляющего всего 292 г/кВт.ч, что почти на 15% ниже среднего по ОГК и ТГК. Дальнейший ввод мощностей, использующих эффективные парогазовые технологии, позволит в перспективе улучшить и этот результат. Коэффициент использования мощностей составляет 63%, что на 8 п.п. выше среднего.
- Спрос на электроэнергию в Москве и Подмосковье более устойчив к кризису по сравнению с другими регионами России.** Рынок электроэнергии московского региона характеризуется относительно небольшой долей промышленности, как следствие, падение энергопотребления в результате экономического кризиса было меньшим, чем в среднем по стране.
- Сильная структура акционеров.** Контролирующим акционером Мосэнерго является Группа Газпром с долей 53,5%, блокпакет принадлежит Правительству Москвы (26,4%). Энергетика является стратегическим направлением для Газпрома, и мы полагаем, что в случае необходимости Мосэнерго как ключевая компания электроэнергетического дивизиона газового холдинга сможет рассчитывать на поддержку со стороны материнской компании.
- Гибкая инвестиционная программа.** Мосэнерго – одна из многих компаний в отрасли, уже завершивших крупные инвестиционные проекты: за последние два года введены мощности в объеме 1,5 ГВт. Реализация всех запланированных объектов должна обеспечить ввод еще 2,1 ГВт мощности до 2016 года. При этом мы отмечаем, что компания не имеет формальных обязательств по выполнению инвестиционной программы (в отличие от других генераторов).
- Умеренная долговая нагрузка, низкие риски ликвидности.** Основной объем затрат по инвестиционным проектам в 2007-2008 гг. компания финансировала за счет акционерного капитала. Как следствие, текущая долговая нагрузка Мосэнерго находится на умеренном уровне. На наш взгляд, риски ликвидности Мосэнерго в текущем году невысоки: большая часть потребностей в финансировании инвестиционной программы и выплат по долгу покрывается за счет собственных ресурсов. При этом компания сохраняет доступ к долгосрочному банковскому финансированию на выгодных условиях.

### Мосэнерго: основные операционные и финансовые показатели

	1кв2009	Изменение к 1кв2008	2008	Изменение к 2007	2007
Выручка, млн руб.	37 903	22%	94 819	21%	78 324
ЕБИТДА, млн руб.	9 211	90%	9 945	27%	7 850
Рентабельность ЕБИТДА	24%	+8 пп.	10%	-	10%
Чистая прибыль, млн руб.	4 691	117%	2 055	26%	1 627
Финансовый долг, млн руб.	21 476	23%	22 699	29%	17 605
Долг/ЕБИТДА	1,50	-	2,28	-	2,24
Денежные средства, млн руб.	2 413	-89%	3 315	-70%	11 161
Операционный денежный поток, млн руб.	2 778	-1%	5 853	198%	1 961
Капитальные вложения, млн руб.	2 335	-47%	28 102	-7%	30 136

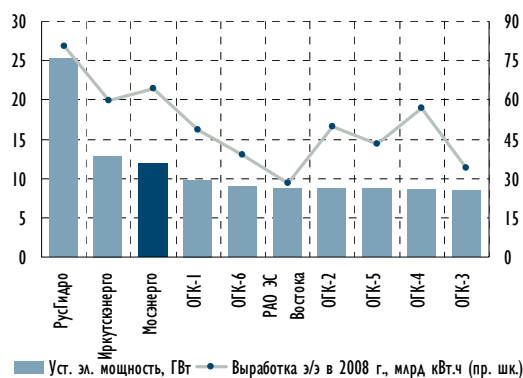
Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка



Мосэнерго занимает первое место по тепловой мощности, второе — по выработке электроэнергии и третье — по электрической мощности

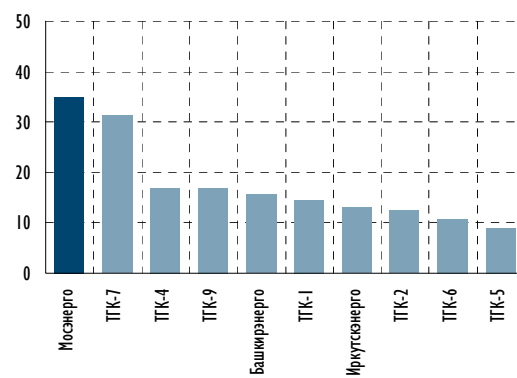
**Мосэнерго – ведущая энергокомпания страны...** Мосэнерго – одна из крупнейших и наиболее эффективных электроэнергетических компаний России. Среди публичных генкомпаний Мосэнерго занимает первое место по величине установленной тепловой мощности (которая составляет 34,9 тыс. Гкал/ч), второе – по объему выработки электроэнергии (64,3 млрд кВт.ч в 2008 году) и третье – по установленной электрической мощности (11,9 ГВт).

Крупнейшие публичные генкомпании по установленной электрической мощности и выработке электроэнергии



Источник: данные Компаний

Крупнейшие публичные генкомпании по установленной тепловой мощности, тыс. Гкал/ч



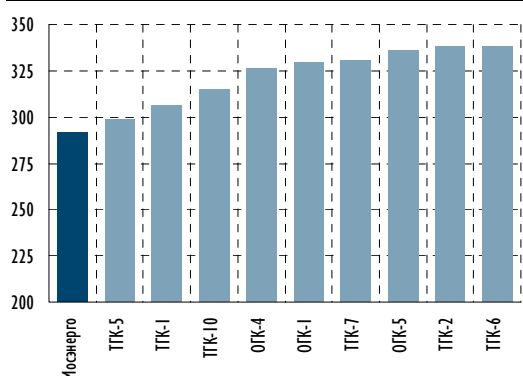
Источник: данные Компаний

Главные конкурентные преимущества Мосэнерго — экономичность и высокая загрузка мощностей

**...с наиболее эффективными генерирующими мощностями.** Важным конкурентным преимуществом Мосэнерго является относительно высокое качество генерирующих активов. Компания лидирует по:

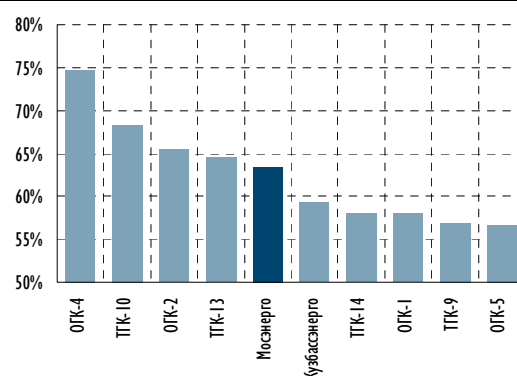
- экономичности: удельный расход условного топлива в 2008 г. составил всего 291,9 г/кВт.ч против 340 г/кВт.ч в среднем по ОГК и ТГК;
- загрузке мощностей: по итогам 2008 года КИУМ составил 63,4% против 55,4% в среднем по тепловым генкомпаниям.

Самые экономичные генкомпании (ср. удельный расход условного топлива в 2008 г.), г/кВт.ч



Источник: данные компаний

Генкомпании с наиболее высокой загрузкой мощностей (КИУМ в 2008 г.), %



Источник: данные компаний

Генерирующее оборудование Мосэнерго достаточно новое и современное по российским меркам

По российским меркам генерирующее оборудование на станциях Мосэнерго – достаточно новое и современное. Крупнейшие ТЭЦ компании были построены в середине 1970-х – 1990-е гг., при этом очень активно проводится модернизация оборудования с применением новейших технологий (в частности, строительство высокоэффективных парогазовых установок). По установленной мощности основные станции Мосэнерго входят в число крупнейших теплоэлектроцентралей не только в России, но и в мире.



В топливном балансе Мосэнерго доминирует газ, на долю которого по итогам 2008 года пришлось 98,4% (в т.ч. 96,3% лимитный газ, 2,1% - сверхлимитный и коммерческий газ). В качестве резервного топлива используются уголь (1,3%) и мазут (0,3%).

### Энергопотребление в Москве и Московской области более устойчиво к негативному влиянию экономического кризиса по сравнению с другими регионами РФ.

Московский регион, в котором работает компания, оказался одним из наименее пострадавших с точки зрения спроса на электроэнергию в результате экономического кризиса. По данным Мосэнергосбыта, энергопотребление в целом по Московскому региону с января по июнь 2009 года снизилось на 2,2%, что заметно меньше, чем в среднем по стране (6,8%). Выработка электроэнергии станциями Мосэнерго за полугодие упала на 3,5% г/г, при этом отпуск тепла значительно вырос – на 6,4% г/г, что объясняется более низкой температурой наружного воздуха, чем в прошлом году.

Московский регион — в числе наименее пострадавших от экономического спада. В Iп09 энергопотребление сократилось всего на 2,2%

### Динамика энергопотребления и выработки электроэнергии по энергосистемам в I пол. 2009 г.

Объединенная энергосистема (ОЭС)	Потребление, млрд кВт.ч	Падение г/г	Выработка, млрд кВт.ч	Падение г/г
Средняя Волга	48,9	-11,6%	56,3	-5,1%
Урал	117,3	-8,5%	114,5	-8,9%
Центр	105,2	-6,4%	109,6	-9,3%
Сибирь	105,9	-5,6%	103,3	-5,9%
Северо-Запад	44,4	-4,4%	50,5	0,8%
Юг	39,3	-3,6%	34,8	-3,8%
Восток	20,5	-3,0%	20,8	-1,5%
Московская энергосистема	н/д	-2,2%	н/д	н/д

Источник: СО ЦДУ ЕЭС

В структуре потребителей электроэнергии в Московском регионе доминируют непромышленные потребители со значительной долей населения, в то время как наибольшее падение электроэнергии во Iп2008 – Iп2009 ощутили на себе именно промышленно развитые регионы. На долю населения приходится около 19%, ЖКХ – 9%, доля промышленных потребителей – лишь 20%. В структуре потребления тепловой энергии на долю населения приходится 51%, промышленности – только 6%.

**Мосэнерго – основной поставщик в энергодефицитном регионе.** Энергосистема Московского региона является энергодефицитной: в пиковые часы спрос на электроэнергию достигает 16-17 ГВт, что примерно соответствует суммарной установленной мощности генерирующих объектов в регионе, но выше располагаемой мощности (с учетом вывода мощностей в ремонт и других ограничений).

Мосэнерго является доминирующим поставщиком электроэнергии в Московском регионе с долей в 61%. Компания конкурирует на оптовом рынке электроэнергии и мощности со станциями других генераторов, в частности:

- Каширской ГРЭС-4 (ОГК-1) установленной мощностью 1910 МВт
- Шатурской ГРЭС-5 (ОГК-4) установленной мощностью 1100 МВт
- Загорской ГАЭС (РусГидро) установленной мощностью 1200 МВт

На территории Московского региона также действуют небольшие генерирующие объекты других собственников, включая «Мобильные ГТЭС», МОЭК и др., но их доля незначительна. Суммарная установленная мощность этих станций составляет менее 750 МВт.



Высокая экономичность станций и энергодефицитность Московского региона определяют устойчивое конкурентное положение Мосэнерго

Конкуренция на рынке теплоснабжения ограничена. Мосэнерго — крупнейший игрок в своем регионе

Либерализация рынка электроэнергии позволяет генераторам получить дополнительную прибыль

Свободный рынок в I полугодии обеспечил Мосэнерго 34,9% выручки от продажи электроэнергии. В дальнейшем эта доля будет расти

Энергодефицитный Московский регион граничит с зоной свободного перетока (ЗСП) Центра, из которой также осуществляется переток электроэнергии. Предельный объем поставки мощности из ЗСП Центра в Московскую ЗСП составляет 3700 МВт.

Учитывая высокую экономичность станций Мосэнерго, особенно в зимний период, когда ТЭЦ работают в самом эффективном теплофикационном режиме (одновременно вырабатывая электроэнергию и тепло), а также энергодефицитность региона, мы считаем конкурентную позицию компании на рынке электроэнергии и мощности устойчивой.

Что касается рынка тепловой энергии, то Мосэнерго также является крупнейшим игроком в своем регионе с долей около 68%. Основным конкурентом компании в сфере производства и реализации тепла является компания МОЭК. В области транспортировки теплоэнергии основной конкурент Мосэнерго — Московская теплосетевая компания (МТК, контролируется МОЭК).

Отметим, что конкуренция в сфере поставок тепловой энергии ограничена: тепло может передаваться на небольшое расстояние от генерирующего объекта, в пределах 30 км. Кроме того, этот сегмент в обозримом будущем продолжит оставаться полностью регулируемым.

**Либерализация рынка — ключ к повышению доходов.** Постепенный уход от госрегулирования цен на электроэнергию (с 1 июля 2009 г. доля свободного рынка достигла 50%) позволяет генкомпаниям зарабатывать дополнительную прибыль, продавая электроэнергию по рыночным ценам, которые обычно выше тарифов.

Так, по итогам I полугодия 2009 г. (когда доля свободного рынка составляла 30%) Мосэнерго фактически реализовало 32,6 млрд кВт.ч электроэнергии, в т.ч. 32,3% на свободном рынке и 67,6% по тарифам.

Средневзвешенный тариф для станций Мосэнерго на 2009 год составляет 551 руб./МВт.ч, при этом на свободном рынке средняя цена составила 620 руб./МВт.ч, что на 12,5% выше тарифа. В 2010 году повышение тарифов составит в пределах 5%, в то время как свободные цены, по нашим оценкам, должны увеличиться в среднем на 15-25%.

#### Динамика продаж электроэнергии Мосэнерго в Iп2009

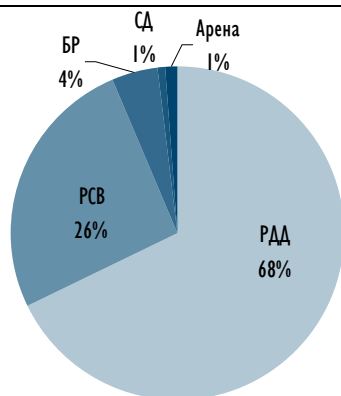
Сектор	Объем продаж, млн кВт.ч	Средняя цена, руб./МВт.ч	Выручка, млн руб.
Регулируемые двусторонние договоры (РДД)	22 074	551,0	12 163
Рынок на сутки вперед (РСВ)	8 471	604,0	5 116
Балансирующий рынок (БР)	1 460	664,4	970
Свободные договоры (СА)	193	525,0	101
Биржа Арена	397	837,0	332
<b>Итого, свободный сектор</b>	<b>10 521</b>	<b>619,7</b>	<b>6 520</b>
<b>Итого продажи электроэнергии</b>	<b>32 595</b>	<b>573,2</b>	<b>18 683</b>

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

В целом выручка от продаж электроэнергии по свободным ценам составила 6,52 млрд руб. по регулируемым тарифам — 12,16 млрд руб. Таким образом, свободный рынок обеспечил Мосэнерго в I полугодии 34,9% выручки от продажи электроэнергии. В дальнейшем эта доля будет расти, превысив 50% уже во втором полугодии 2009 года.

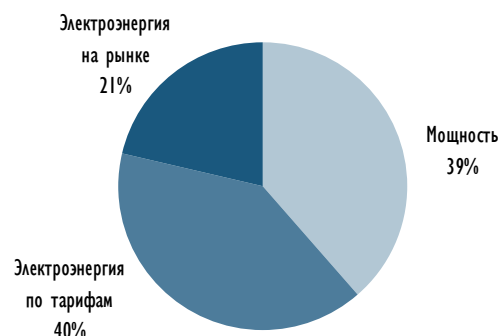


Структура продаж электроэнергии Мосэнерго по секторам рынка в Iп09



Источник: данные компании

Структура выручки Мосэнерго от продаж электроэнергии и мощности в Iп09



Источник: данные компаний

Выручка Мосэнерго от продажи мощности составила 11,7 млрд руб., основная часть была реализована по тарифам

Помимо электроэнергии Мосэнерго реализует мощность (по сути – готовность станции или отдельного блока к работе). В первом полугодии выручка от продажи мощности составила 11,7 млрд руб. (19,7% от общей выручки компании), объем продаж – 11765 МВт, т.е. 98,7% от установленной мощности станций компании. Средняя цена продажи составила 166,1 руб./МВт в месяц.

Основная часть мощности была реализована по регулируемым тарифам (средневзвешенная величина – 138,2 тыс. руб./МВт в месяц, согласно нашим расчетам), остальная – в рамках краткосрочного конкурентного отбора мощности на 2009 год.

При участии в конкурентном отборе мощности на текущий год Мосэнерго столкнулось с жесткими ограничениями со стороны организатора торгов: по заявкам на продажу «новой» мощности был установлен «потолок» в 370 тыс. руб. за МВт в месяц. Это существенно выше среднего тарифа по станциям компании, однако позволяет окупить инвестиции только в течение примерно 18 лет.

После проведения отбора мощности, Мосэнерго заявило о приостановке ряда инвестпроектов.

Впрочем, основная надежда энергокомпаний связана не с краткосрочным, а с долгосрочным рынком мощности, который еще не запущен. В июле появилась информация о том, что первый долгосрочный конкурентный отбор мощности может состояться уже в этом году, а Минэнерго предлагает ограничить цену мощности для новой тепловой генерации на уровне 500-600 тыс. руб. за 1 МВт в месяц, что существенно выше «потолка», установленного в торгах на 2009 год.

Учитывая, что долгосрочные торги мощностью пока не начались, фактическая доля либерализации рынка мощности заметно отстает от рынка электроэнергии, хотя предполагалось, что они будут расти параллельно.

Долгосрочный рынок мощности, который должен обеспечить возврат инвестиций в новые мощности, пока не запущен



Мосэнерго активно строит новые мощности: в 2007-08 гг. введено свыше 1,5 ГВт, в настоящее время достраивается ПГУ-420 на ТЭЦ-26

В то же время инвестпрограмма Мосэнерго характеризуется гибкостью — компания не подписывала акционерных обязательств

### Инвестиционная программа: существенная часть пути уже пройдена.

Мосэнерго — одна из немногих российских генкомпаний, которая в последние годы осуществляла крупные вводы новых мощностей. В 2007-08 гг. на ТЭЦ-27 были введены две парогазовых установки общей мощностью 900 МВт, в 2008 году на ТЭЦ-21 построен блок 450 МВт. С учетом модернизации существующих блоков в 2007-08 гг. установленная мощность Мосэнерго выросла на 1530 МВт, а в 2010 году планируется завершить строительство ПГУ-420 на ТЭЦ-26.

В 2009 году объем инвестиций Мосэнерго запланирован в объеме 11,5 млрд руб., в т.ч. 6,2 млрд руб. на строительство блока на ТЭЦ-26. Для сравнения: в 2008-09 гг. ежегодные инвестиции составили 28-29 млрд руб. Инвестпрограмма на 2010-11 гг. предварительно запланирована в объеме 19,8 млрд руб. и 14,1 млрд руб. (без НДС).

#### Инвестиционная программа Мосэнерго

	2007	2008	2009П	2010П	2011П
Объем инвестиций (без НДС), млрд руб.	29,8	29,0	11,5	19,8	14,1
Ввод эл. мощности, МВт	500	1030	-	420	-

Источник: данные Компании

Важным преимуществом Мосэнерго, с нашей точки зрения, является то, что его стратегический акционер при покупке компании не подписывал обязывающих соглашений по выполнению инвестпрограммы, в отличие от большинства остальных генкомпаний.

В настоящее время завершаются работы по строительству ПГУ на ТЭЦ-26, а сроки поставки генерирующих установок для ТЭЦ-12 и ТЭЦ-16 сдвинуты соответственно на 2011 и 2012 гг. Остальные проекты, в частности, строительство ПГУ на ТЭЦ-20 и ТЭЦ-25, находятся на стадии обоснования инвестиций.



## Анализ финансового состояния

Мы анализируем финансовое состояние Мосэнерго на основе отчетности по МСФО, которую компания готовит на квартальной основе. Последняя доступная для анализа отчетность – за первый квартал 2009 года. Кроме того, в начале августа компания представила свои результаты по РСБУ за первое полугодие: в части отчета о прибылях и убытках данные отчетности по МСФО и РСБУ вполне сопоставимы.

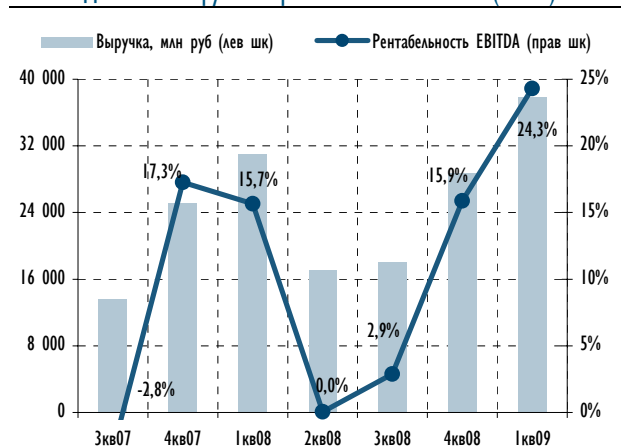
### И кв2009: рост продаж выше, чем в среднем по отрасли, на фоне устойчивого к кризису спроса на электроэнергию в Москве.

Первый квартал традиционно является одним из наиболее сильных для генерирующих компаний (наравне с четвертым) на фоне ярко выраженного фактора сезонности – основная доля доходов приходится на зимние месяцы. При этом, Мосэнерго удалось показать результаты лучше, чем в среднем по отрасли, на фоне более стабильной динамики энергопотребления в Московском регионе, где доля промышленности в общем объеме спроса на энергию сравнительно невелика.

Отпуск электроэнергии станциями Мосэнерго в I квартале снизился только на 3,1%, при среднем падении энергопотребления по стране на 6,6%. Отпуск теплоэнергии (на долю которой в I квартале пришлось 54% выручки Мосэнерго) существенно вырос (на 5%), что связано с более низкой температурой наружного воздуха, чем в прошлом году. Вкупе с повышением тарифов в январе, неплохие производственные показатели обеспечили 22%-ный рост продаж в кв2009 по отношению к уровню прошлого года. В первом полугодии, согласно данным РСБУ отчетности, продажи Мосэнерго выросли на 24% к уровню предыдущего года. Прогноз компании на 2009 год предполагает рост выручки на 11,4% - до 105,7 млрд руб.

В I кв09 Мосэнерго показало более высокий рост выручки, чем в среднем по отрасли, благодаря более устойчивому спросу на электроэнергию и росту отпуска тепла

### Динамика выручки и рентабельности EBITDA (МСФО)



Источник: данные Компании

Рост рентабельности в I кв09 – следствие отставания темпов роста тарифов на газ от повышения энерготарифов

**Рост нормы прибыли в I-II кв. 2009 г. связан с «тарифным спредом».** Наиболее позитивным моментом в общей картине финансового состояния Мосэнерго в I кв2009 стал существенный рост рентабельности – до 24% по EBITDA (по сравнению с 16% в I кв2008). Рост нормы прибыли в начале текущего года является общим трендом для всех генерирующих компаний и объясняется «неравномерностью» повышения тарифа на основное топливо, газ (в этом году повышается поквартально, на 5%, 7%, 7% и 6,2% соответственно), и электро- и тепловую энергию (единовременное повышение в январе в среднем на 18%). В то же время, во втором полугодии ситуация станет обратной – рост тарифа на газ окажет негативный эффект на рентабельность энергокомпаний.



Тарифы на газ в 2010 г. увеличатся на 26% против среднего уровня 2009 года, при этом рост тарифов на электроэнергию ограничен 5%

В среднесрочной перспективе повысить рентабельность Мосэнерго поможет ввод новых эффективных мощностей

В первом квартале торговая дебиторская задолженность выросла почти вдвое на фоне ухудшения собираемости платежей потребителей...

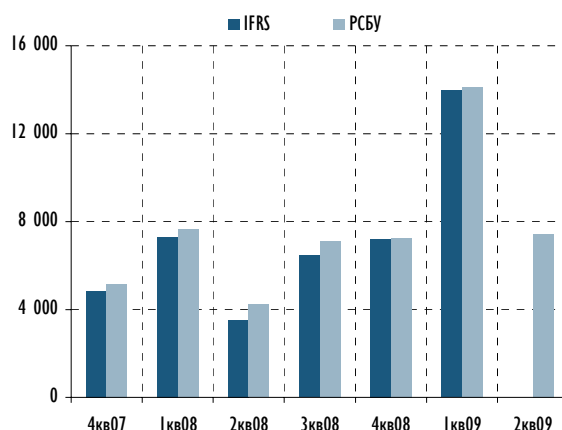
Утвержденный правительством план повышения регулируемых тарифов на следующий год предполагает рост стоимости газа для энергетиков на 15% или порядка 26% к среднему уровню 2009 года, при этом тарифы на электроэнергию будут повышены в пределах 5%, что может оказать дальнейший негативный эффект на рентабельность генерирующих компаний. Впрочем, отметим, что отчасти он должен быть компенсирован ростом продаж электроэнергии и мощности на нерегулируемом сегменте рынка: с первого июля 2009 года доля регулируемого сегмента снижается до 50%, а в I и II полугодии 2010 г. – до 40% и 20%, соответственно.

**Фундаментальный драйвер роста рентабельности Мосэнерго – ввод новых эффективных мощностей.** Стоит отметить, что в случае с Мосэнерго фактором, который должен способствовать росту нормы прибыли в среднесрочной перспективе, является ввод новых парогазовых установок с низким уровнем расхода топлива. Положительный эффект низких топливных издержек на общую рентабельность бизнеса будет расти по мере увеличения доли продаж электроэнергии и мощности по свободным ценам. В целом по итогам 2009 компания ожидает рост нормы прибыли EBITDA до 12,7% (в 2008 году рентабельность EBITDA составляла, по нашей оценке, 10,5% с учетом корректировки на «неденежные» статьи).

**Оборотный капитал: временный негативный эффект на ликвидность под влиянием кризиса.** Если на объемы реализации электроэнергии Мосэнерго экономический кризис повлиял не так сильно, то на уровне оборотного капитала ухудшение оказалось довольно ощутимым: на фоне общих проблем с ликвидностью у большинства клиентов, в первом квартале компания отразила почти двукратный рост торговой дебиторской задолженности, негативный эффект изменения оборотного капитала на операционный денежный поток превысил 5,4 млрд руб.

Стоит отметить, что по состоянию на конец первого квартала существенная часть дебиторской задолженности была сконцентрирована на одном покупателе – ОАО «МОЭК» (около 6,8 млрд. руб.) – компании, приобретающей у Мосэнерго тепловую энергию и реализующей ее в Московском регионе. Основным собственником МОЭК (86% капитала) является Департамент имущества г. Москвы, которому также принадлежит крупный пакет акций Мосэнерго.

Динамика торговой дебиторской задолженности, млн руб.



Источник: данные Компании

...однако во II кв. задолженность покупателей и заказчиков вернулась к уровню начала года

Первый квартал 2009 года, по всей видимости, стал пиковым с точки зрения роста оборотного капитала Мосэнерго. Во втором квартале, согласно отчетности по РСБУ, задолженность покупателей и заказчиков практически вернулась к уровню начала года, что, на наш взгляд, отражает довольно эффективную работу компании с дебиторами.



Мосэнерго характеризуется умеренной долговой нагрузкой: по МСФО на конец I кв 09 отношение долга к собственным средствам составило 11%, Долг/ЕБИТДА – 1,5х

Кредитный портфель Мосэнерго на 100% сформирован из рублевых обязательств

**Умеренный уровень долговой нагрузки, консервативная структура капитала.** Долговая нагрузка Мосэнерго находится на довольно умеренном уровне. Основной объем затрат по инвестиционным проектам в 2007-2008 гг. компания финансировала за счет акционерного капитала. Как следствие, отношение долга к собственным средствам на конец первого квартала 2009 г., согласно отчетности по МСФО, было минимальным (11%), а показатель Долг / ЕБИТДА составлял 1,5х, снизившись по сравнению с 2,3х на конец прошлого года, главным образом за счет роста нормы прибыли. Опубликованные данные по РСБУ за второй квартал демонстрируют дальнейшее снижение долговой нагрузки – с 1,4х на 1 апреля 2009 г. до 0,9х на 1 июля 2009 г.

Кредитный портфель Мосэнерго на 100% сформирован из рублевых обязательств. Более половины всего долга приходится на два выпуска рублевых облигаций, по одному из которых (Мосэнерго-2) компании предстоит пройти оферту в сентябре. Еще одно краткосрочное обязательство – кредит Сбербанка на 2 млрд руб., который должен быть погашен в декабре. Наиболее крупным обязательством компании является долгосрочная кредитная линия ЕБРР объемом около 6 млрд руб., которая погашается двумя траншами в 2012 и 2018 гг.

#### Кредитный портфель Мосэнерго на 13/08/09

Банк	Валюта	Текущий долг, млрд руб.	Дата погашения	Процентная ставка	Обеспечение
ЕБРР	RUB	3 344	Дек. 2012	MosPrime+3	Энергоблок №5 на ТЭЦ-26
		2 610	Май 2018	%	
Облигации Мосэнерго-02	RUB	4 783	Фев. 2012*	7.65%	-
<b>Итого долгосрочный долг</b>		<b>10 737</b>			
Сбербанк	RUB	2 000	Дек. 2009	16%	Оборудование ТЭЦ-23, ТЭЦ-25
Облигации Мосэнерго-01	RUB	4 629	Сен. 2009*	7.54%	
<b>Итого краткосрочный долг</b>		<b>6 629</b>			
<b>Итого финансовый долг</b>		<b>17 367</b>			

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка  
\*Дата оферты

График погашения Мосэнерго представляется нам комфортным. Денежные средства и прогнозная ЕБИТДА на 2009 г. покрывают 85% потребностей в средствах на погашение долга и инвестиции

Дополнительные потенциальные источники ликвидности для Мосэнерго – продажа офисного здания в Москве и возврат займа, выданного связанной стороне

В целом текущий график погашения долга представляется довольно комфортным для компании. До конца года Мосэнерго предстоит исполнить обязательства на 6,63 млрд руб. в случае 100% предъявления облигаций Мосэнерго-1 по оферте в сентябре, следующий «пик» погашений предстоит лишь в 2012 году (оферта Мосэнерго-2 и первый транш кредита ЕБРР). Доступные денежные средства на балансе на 1 января 2009 г. (3,3 млрд руб.) и прогнозная ЕБИТДА компании на 2009 г. (13,4 млрд руб.) в сумме покрывают порядка 85% потребностей Мосэнерго на погашение долга и финансирование инвестиционной программы (13 млрд руб.).

Потенциальные собственные ресурсы для покрытия оставшейся части потребностей в финансировании включают запланированную на этот год продажу непрофильного актива – офисного здания в центре Москвы оценочной стоимостью более 4,5 млрд руб.

Кроме того, дополнительным источником средств может послужить возврат крупного займа, выданного связанной стороне, аффилированной с материнской компанией – ЗАО «Газэнергопром-Инвест» (13,75 млрд руб.). Согласно примечаниям к отчетности по МСФО за первый квартал, выданный заем относится к разряду просроченных, однако компания ожидает его возврата в 2009 году.

Стоит отметить, что Мосэнерго также имеет возможность привлекать заемное финансирование на довольно выгодных условиях. В частности, в



июле компания подписала соглашение об открытии кредитной линии на 415 млн евро с Calyon и NordLB сроком на 16,5 лет. Кредитная линия имеет целевое назначение (поставка оборудования Siemens на ТЭЦ-12 и ТЭЦ-16) и будет выбираться по мере реализации этих инвестиционных проектов.

#### Финансовые и производственные показатели Мосэнерго по МСФО в 2008 г. и прогноз на 2009 г.

	2008	2009П	Изм., %
Продажи электроэнергии, млрд кВт.ч	65,0	64,7	-0,5%
Продажи мощности, ГВт	10,8	11,7	8,3%
Выручка, млрд руб.	94,8	105,6	11,3%
ЕБИТДА, млрд руб.	9,9*	13,4	34,6%
Рентабельность ЕБИТДА	10,5%	12,7%	+2,2 п.п.
Долг/ЕБИТДА	2,3	1,3	-43,0%

Источник: Данные Компании, расчеты Газпромбанка  
\*ЕБИТДА скорректирована на неденежные статьи

В 2009 году выручка Мосэнерго, по прогнозам компании, составит 105,6 млрд руб., ЕБИТДА — 13,4 млрд руб.

По прогнозам компании, объем финансового долга в абсолютном выражении в этом году не изменится по отношению к текущему уровню и составит 17,4 млрд. руб. или 1,3х в терминах Долг/ЕБИТДА.

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)  
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

**Стратегия на фондовом и долговом рынках Нефть и газ, электроэнергетика Макроэкономика и банковский сектор****Андрей Богданов****Артем Архипов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

+7 (495) 980 41 82

Artem.Arhipov@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru

**Иван Хромушин****Дмитрий Котляров**

+7 (495) 980 43 89

Ivan.Khromushin@gazprombank.ru

+7 (495) 913 78 26

Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru

**Артем Архипов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 980 41 82

Artem.Arhipov@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru

**Металлургия****Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

Sergei.Kanin@gazprombank.ru

**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов****Анна Курбатова**

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

+7 (495) 913 78 85

Anna.Kurbatova@gazprombank.ru

**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов****Яков Яковлев**

+7 (495) 980 41 82

Artem.Arhipov@gazprombank.ru

+7 (495) 988 24 92

Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**

+7 (495) 428 50 69

Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru

**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

Aleksai.Astapov@gazprombank.ru

**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Tatiana.Kumosenko@gazprombank.ru

**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 24

Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков**

директор

+7 (495) 429 96 44

Igor.Eshkov@gazprombank.ru

**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Миронов**

начальник управления

+7 (495) 428 2366

Andrei.Mironov@gazprombank.ru

**Продажи****Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

kuzd@gazprombank.ru

**Илья Ремизов**

+7 (495) 983 1880

Ilya.Remizov@gazprombank.ru

**Сергей Яблонский**

+7 (495) 719 17 74

sy@gazprombank.ru

Трейдинг

**Александр Семенников**

+7 (495) 988 2373

Alexander.Semennikov@gazprombank.ru

**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

**Евгений Терещенко**

+7 (495) 988 24 10

Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

Mana.Bratchikova@gazprombank.ru

**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**

+7 (495) 983 19 14

Andrey.Chicherin@gazprombank.ru

**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**

+7 (495) 983 17 28

Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

**Трейдинг****Валерий Левит**

директор

+7 (495) 988-24-11

Valeriy.Levit@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.