

# Монитор первичных размещений от 5 октября 2010 г.



Завершенные и текущие сделки первичного долгового рынка

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок*, лет	Доходность** (%) @ срок*, лет
РМБ 03	1,1	11,0% @ 1
ММК БО-03	5,0	6,6% @ 1,5
Банк СПБ БО-02	5,0	7,6% @ 1,5
Русфинанс Банк 08	2,0	7,8% @ 2
Русфинанс Банк 09	2,0	7,8% @ 2
Банк Зенит БО-02	5,0	7,9% @ 2
ФСК 06	10,0	7,3% @ 3
ФСК 08	10,0	7,3% @ 3
Татнефть БО-01	5,0	7,4% @ 3
ТГК-2 БО-01	5,0	9,2% @ 3
ТКС Банк БО-01	1,6	14,7% @ 3
ФСК 10	10,0	7,9% @ 5
Копейка БО-02	3,0 @ 3	5 окт. (А)***
Синергия БО-01	3,0 @ 2	5 окт. (ЗК)***
Банк Русский стандарт 07	3,0 @ 1	Неделя с 4 окт. (ЗК)***
<b>ВБД БО-01, 02, 03, 08</b>	<b>14,0 @ 2</b>	<b>13 окт. (ЗК)***</b>
<b>ТГК-5 01</b>	<b>5,0 @ 3</b>	<b>12 окт. (ЗК)***</b>
КБ Восточный	2,0 @ 1,5	Октябрь
Эфко	1,3 @ 1	Осень

\* до погашения или ближайшей оферты

\*\* на день размещения

\*\*\* дата закрытия книги или аукциона по ставке 1-го купона

## В ВЫПУСКЕ

- ▶ Вимм-Биль-Данн БО-01, 02, 03, 08 – попытка занять много и длинно
- ▶ ТГК-5 01 - продолжение традиций КЭС-Холдинга?

## ПУЛЬС ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Прошедшая неделя на первичном рынке рублевых облигаций выдалась весьма спокойной: было завершено размещение последнего из трех выпусков Технониколь БО-03 на общую сумму объемом 2 млрд руб., на два года была установлена ставка купона на уровне 13%, что соответствует УТР 13,42%. Также был полностью размещен выпуск биржевых облигаций ОАО «Банк «Санкт-Петербург» серии БО-02 на сумму 5 млрд руб., полуторагодовой офертой и доходностью УТР 7,64%.

Между тем это затишье, похоже, ненадолго. Линейка первичных размещений пополняется новыми (или хорошо забытыми старыми) именами. О планах выйти на рынок заявили банки Номос, Глобэкс, НФК, Уралсиб и СБ Банк. Кроме того, маркетинг нового выпуска начала продуктовая компания Эфко. Похоже, уже можно уверенно говорить о том, что рынок рублевых бондов перестает быть вотчиной 1-го и 2-го эшелонов. Главное, чтобы уроки кризиса не были забыты, и каждый риск получал адекватный прайсинг

## ВБД БО-01, 02, 03, 08 – инвестиционный вывод

Компания Вимм-Биль-Данн Продукты Питания открыла книгу заявок на размещение сразу 4 выпусков биржевых облигаций совокупным объемом 14,0 млрд руб. Диапазон ставки полугодовых купонов составляет в настоящее время 7,50–7,75% годовых, что соответствует доходности УТР 7,64–7,90% к оферте через 2 года. Мы находим размещение столь существенного объема первичного долга справедливым по нижней границе указанного ориентира доходности – с небольшой премией к котировкам чуть более длинного выпуска ВБД-2 (УТМ 7,58% @ февраль 2013 г.) и с некоторым дисконтом к более короткому выпуску Магнит-2 (УТМ 7,83% @ март 2012 г.).

## ТГК-5 01 – инвестиционный вывод

ТГК-5 дебютирует на рублевом публичном долговом рынке вслед за недавним выходом ТГК-9 и ТГК-6, также находящихся под управлением КЭС-Холдинга. Ориентируясь на недавно появившиеся на рынке выпуски ТГК-6 и ТГК-9, а также на тот факт, что ситуация вокруг продажи пакета акций ТГК-5 еще неопределенна, мы полагаем, что доходность нового выпуска не должна быть ниже уровня УТР 9,50% (верхняя граница ориентира организаторов – УТР 8,94–9,73%).

Дефицит на рынке выпусков с доходностью свыше 9,0% и дюрацией около трех лет может оказать дополнительную поддержку выпуску.



## КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

**Вимм-Биль-Данн БО-01, 02, 03, 08**

Эмитент	ОАО «Вимм-Биль-Данн Продукты Питания»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	BB-/Ba3/-
Совокупный объем, млрд руб.	14,0
Оферта	2 года
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	7,50–7,75%
Ориентир доходности	7,64–7,90%
Закрытие книги	13 октября, 18:00 мск

**Вимм-Биль-Данн – попытка занять много и долго**

Вимм-Биль-Данн Продукты Питания (далее ВБД) – прекрасно знакомый инвесторам заемщик из отрасли пищевой промышленности. В последний раз компания выходила на рынок публичного долга совсем недавно – в июле ВБД разместила сразу 2 выпуска биржевых облигаций. При этом тогда компания повела себя осторожно: книга заявок была первоначально открыта на бумаги объемом 5,0 млрд руб. и лишь затем – ввиду существенной переподписки – увеличена до 10,0 млрд руб.

Сейчас же компания сразу заявила о желании привлечь 14,0 млрд руб. – объем внушительный не только применительно к компании (ее консолидированные активы на 30 июня 2010 года составили, для сравнения, 46,0 млрд руб.), но и сам по себе. В то же время привлеченные средства должны быть направлены преимущественно на рефинансирование существующих долгов ВБД, следовательно – рост кредитного плеча компании пока

обещает быть краткосрочным.

Напомним основные аспекты кредитного профиля ВБД:

- ▶ **Устойчивые позиции в каждом сегменте бизнеса.** По данным консалтинговых агентств, по итогам 2-го кв. 2010 г. ВБД занимала 27,8% рынка молочной продукции (в стоимостном выражении 1-е место), 26,4% рынка детского питания (в натуральном выражении 1-е место) и 21,9% рынка напитков (в стоимостном выражении 2-е место). Объединение Юнимика и российского бизнеса Danone (доли молочного рынка – 17,4% и 14,7% соответственно), безусловно, приведет к появлению крупного конкурента для компании, однако, даже несмотря на это, исходя из своей текущей доли ВБД останется одним из лидеров рынка.
- ▶ **Позитивная динамика выручки.** 2-й квартал 2010 года стал для ВБД 4-м подряд кварталом поступательного роста консолидированного объема выручки по US GAAP (640 млн долл., т. е. +4,0% кв/кв и +15,4% г/г). При этом столь позитивная динамика достигается компанией как за счет увеличения объемов производства, так и роста цен на конечную продукцию. Глава компании Тони Майер, комментируя ее последние финансовые результаты, говорил об устойчивом восстановлении спроса по всем сегментам бизнеса компании.
- ▶ **Негативное влияние роста затрат на маржу ВБД ограничено.** В 1-м полугодии 2010 года валовая маржа молочного сегмента ВБД оказалась под давлением резкого роста цен на сырое молоко; как следствие, значение валовой рентабельности сегмента в 1-м и 2-м кварталах года составило 21,1% и 25,1% (для сравнения, годом ранее – 29,1% и 31,4% соответственно). Валовая маржа 2 других ключевых сегментов деятельности ВБД – детского питания и напитков – при этом осталась стабильной, свыше 40,0%. Мы полагаем, что во 2-м полугодии давление на валовую маржу молочного сегмента компании может сохраниться в силу экстремальных погодных условий, наблюдавшихся летом текущего года: засуха уже сказалась на стоимости зерновых и фуража, которые, в свою очередь, отражаются в цене сырого молока. Тем не менее, ВБД располагает определенными возможностями по перекладыванию данного роста себестоимости на конечных потребителей; к тому же маржа сегментов детского питания и напитков должна остаться сильной.
- ▶ **Долговая нагрузка под контролем, фокус на рефинансирование.** По состоянию на 30 июня 2010 года долговая нагрузка на ВБД находилась на умеренном уровне – показатель «Долг/ЕБИТДА» составлял лишь 1,5х; при этом объем совокупного долга компании на отчетную дату был равен всего 476 млн долл. Для оценки ближайших перспектив для левериджа ВБД и потребности компании в ликвидности во 2-м полугодии 2010 года мы попытались смоделировать уже произошедшие/ожидаемые потоки денежных средств компании до конца года.

На конец 1П10 г. запас денежных средств и эквивалентов ВБД составлял 156,2 млн долл. В начале июля в компанию поступили средства от размещения биржевых облигаций БО-06 и БО-07 (в сумме +328,9 млн долл.). При этом уже в августе компании пришлось отвлечь 470 млн долл. на сделку по выкупу 18,4% собственных акций у компании Danone: согласно условиям соглашения, до 31 августа ВБД должна была перевести средства на специальный счет эскроу, на котором они будут заблокированы до момента завершения сделки. Факт перевода средств нам подтвердили в компании, отмечая, что помимо указанных выше источников, компания использовала поступающие денежные потоки от основной деятельности (по нашим оценкам, 183,8 млн долл. за все 2-е полугодие против 64,6 млн долл. ожидаемой величины органических капитальных вложений).

В сентябре ВБД прошла оферту по облигациям серии 03 (выкуплено бумаг на 69,1 млн долл.), при этом уже в декабре компании предстоит погасить облигации серии 02 (остаток задолженности мы

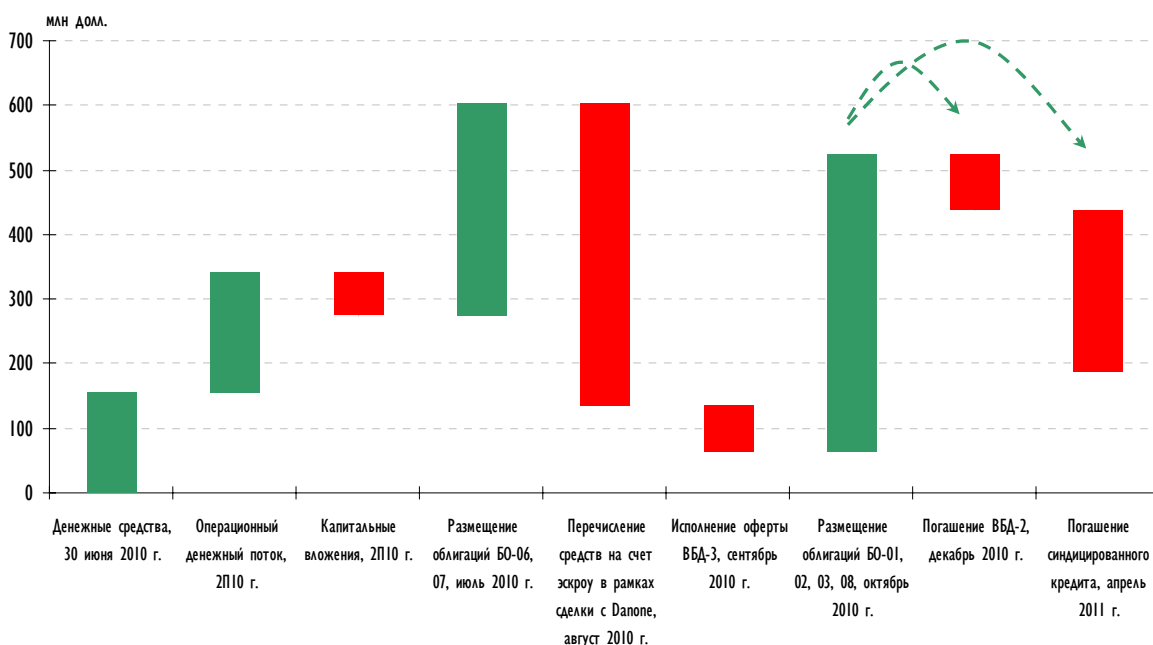


на сегодняшний день оцениваем в 85,6 млн долл.), а в апреле следующего года – синдицированный кредит объемом 250,0 млн долл.

Сопоставив денежные потоки ВБД до конца 2010 года, можно прийти к выводу о том, что компания вполне могла бы пережить ближайший квартал, привлекая минимальный объем заемных средств. Тем не менее, как нам пояснили в самой компании, столь масштабные заимствования ВБД аккумулирует загодя – в том числе для погашения синдицированного кредита, которое наступает через полгода от настоящего момента. Компания вполне справедливо видит очень привлекательным текущий уровень процентных ставок и допускает, что в ближайшие 6 месяцев конъюнктура может ухудшиться. Рефинансировать же синдицированный кредит за счет нового долларового долга (ставка по которому, очевидно, была бы более низкой, чем ожидаемый купон по рублевым облигациям), как нам объяснили, компания не решилась в том числе из-за отсутствия уверенности в будущей динамике курсов валют.

Несмотря на то, что мы не во всем согласны с доводами организации, ее решение представляется нам, скорее, проявлением консерватизма ее финансовой политики. Графически наши наблюдения представлены ниже.

#### Денежные потоки ВБД на ближайшие месяцы, млн долл.



Источник: данные компании, прогнозы ГПБ

Мы не уверены, что ВБД захочет досрочно гасить синдицированный кредит, обслуживание которого в настоящее время происходит по ставке на 150 б. п. выше уровня LIBOR. Поэтому, по нашим оценкам, на конец 2010 года совокупный долг ВБД может составить порядка 1,1 млрд долл., при этом левэридж временно окажется на высоком для компании уровне 3,2х Долг/ЕБИТДА и 1,9х Чистый долг/ЕБИТДА. Однако после погашения синдицированного кредита левэридж ВБД должен вернуться к более привычным отметкам (2,5х и 1,2х соответственно, если бы погашение кредита произошло до конца 2010 года).

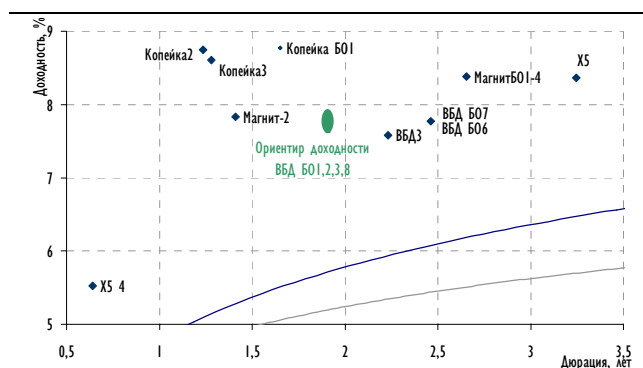
Также отметим, что компания вполне может привлечь с рынка меньше заявленных 14,0 млрд руб., что избавит ее как от чрезмерного долга, так и от избыточной ликвидности.

Позиционирование новых выпусков биржевых облигаций ВБД можно вести несколькими способами. Обращающиеся долговые инструменты компании не отличаются большой ликвидностью. Исходя из текущих котировок выпусков ВБД БО-02 (УТМ 7,58% @ февраль 2013 г.) и ВБД БО-06-07 (УТМ 7,77% @ июнь 2013 г.), справедливую доходность новых бумаг мы оценили бы на уровне нижней границы указанного компанией диапазона – скорее всего, инвесторам необходимо будет предложить некоторую премию за одновременное размещение столь существенного объема долговых инструментов.



С другой стороны, оценку справедливой доходности биржевых облигаций ВБД можно вести относительно долговых инструментов Магнита. Выпуски Магнит БО-01-04 (YTM 8,40% @ сентябрь 2013 г.) торгуются с премией в 60 б. п. к биржевым облигациям ВБД сопоставимой дюрации – во многом, как мы понимаем, по причине отсутствия кредитных рейтингов у Магнита.

#### Позиционирование выпусков биржевых облигаций ВБД



Источник: Bloomberg, ГПБ

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	IIQO г.
Выручка	1 762,1	2 438,3	2 823,6	2 181,1	1 255,1
ЕБИТДА	218,0	300,5	361,0	306,6	159,7
Рентабельность по ЕБИТДА, %	12,4%	12,3%	12,8%	14,1%	12,7%
Чистая прибыль (убыток)	95,4	142,8	103,7	117,8	70,4
Чистый операционный денежный поток	170,0	96,8	321,2	312,3	61,2
Капитальные вложения	(127,7)	(189,0)	(189,0)	(128,8)	(67,6)
Свободный денежный поток до финансирования*	(92,1)	(117,1)	128,1	181,2	(6,8)
Всего активов	1 175,9	1 533,1	1 577,0	1 488,8	1 476,3
доля нематериальных активов, %	11,3%	10,7%	9,1%	9,7%	9,8%
Собственный капитал	497,5	673,1	656,3	703,3	686,2
Совокупный долг, в том числе	406,8	545,8	649,7	498,7	475,6
доля краткосрочного долга, %	31,5%	74,2%	36,0%	42,6%	93,4%
Денежные средства и эквиваленты	40,3	33,5	277,3	248,5	156,2
<b>Коэффициенты</b>					
Долг/Собственный капитал, х	0,8	0,8	1,0	0,7	0,7
ЕБИТДА/Чистые финансовые расходы, х	14,1	17,8	3,6	7,1	13,2
Чистый долг/ЕБИТДА**, х	1,7	1,7	1,0	0,8	1,0
Долг/Свободный денежный поток до финансирования**, х	отриц.	отриц.	5,1	2,8	10,5

\* чистый операционный денежный поток за вычетом капитальных вложений и расходов на сделки М&А  
\*\* используются значения ЕБИТДА и свободного денежного потока до финансирования за последние 12 месяцев  
Источник: данные компании, оценки ГПБ

Основные финансовые показатели ВБД по US GAAP, млн долл.

**ТГК-5 01**

Эмитент	ОАО «ТГК-5»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	-/-/-
Объем, млрд руб.	5,0
Оферта, лет	3,0
Срок обращения, лет	7,0
Ориентир купона*	8,75–9,50%
Ориентир доходности*	8,94–9,73%

\*данные организаторов

**ТГК-5 01 – продолжение традиций КЭС-Холдинга?**

*Вслед за недавним выходом ТГК-9 и ТГК-6 на публичный долговой рынок, дебютирует очередная компания, находящаяся под управлением КЭС-Холдинга, – ТГК-5. Выпуски вышеуказанных компаний, на наш взгляд, были размещены сравнительно агрессивно. Не исключено, что рассматриваемый выпуск может повторить историю предыдущих выпусков. Дефицит на рынке выпусков с доходностью свыше 9,0% и дюрацией около трех лет может оказать дополнительную поддержку выпуску.*

**Краткая характеристика.** Вместе с ОАО «ТГК-9» ОАО «ТГК-5» входит в Дивизион КЭС-Холдинга «Генерация Урала», с установленной электрической мощностью генерирующих активов — 5,78 ГВт (в т. ч. ТГК-5 с 2,46 ГВт), тепловых – 25,8 тыс. Гкал/ч (9 тыс. Гкал/ч). Численность персонала — более 17 тыс. человек. В ТГК-5 входят электростанции республик Марий Эл, Удмуртии,

Чувашии и Кировской области. Территория этих регионов характеризуется сравнительно небольшой долей промышленных потребителей (основными являются сектор ЖКХ, бюджетные организации и другие энергоснабжающие организации). Ключевым видом топлива для компании является газ (около 90% топливного баланса). ОАО «ТГК-5» принадлежит 100% в ЗАО «ВяткаТорф», 50% – в ОАО «Кировская теплоснабжающая компания», 51% – в ООО «Удмуртские коммунальные системы», а также по 100% в пяти ТЭЦ.

Ниже мы привлекаем внимание потенциальных инвесторов к основным факторам оценки кредитного риска эмитента.

- ▶ **Поддержка акционеров. Структура акционеров может поменяться?** На конец мая 2010 г. основными акционерами были КЭС-Холдинг с 40,2% акций, государство (в лице Росимущества) – 25,1%, ВТБ Капитал – 7,5%, Группа Газпром – 5%. До конца года Росимущество планирует продать всю свою долю (утвержденная оценка 4,94 млрд руб.). Данный пакет кроме КЭС-Холдинга может быть интересен ОАО «Интер РАО ЕЭС» и Группе Газпром. До аукциона рано говорить об уровне акционерной поддержки: будет это госкомпания или КЭС-Холдинг. Не исключено, что победитель аукциона будет использовать данный пакет для обмена на другие энергетические активы. В настоящее время основными акционерами КЭС-Холдинга являются В. Вексельберг (90%) и М. Слободин (10%). Уровень поддержки основного акционера оценить сложно. У КЭС-Холдинга нет кредитного рейтинга, компания не раскрывает консолидированную отчетность, что не позволяет оценить возможности поддержки дочерних компаний. По данным журнала Forbes, Холдинг является крупнейшей непубличной компанией РФ с выручкой 264,2 млрд руб. в 2009 г. (+17,0% г/г), что позволяет группе входить в ТОП-20 российских компаний по выручке. Кроме пакетов акций 4 генерирующих компаний (ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7/ВолТГК и ТГК-9) в состав холдинга входят энергосбытовые и газораспределительные компании.

- ▶ **Финансовые вложения. Резерв для инвестиций?** По данным отчетности по МСФО, сумма выданных займов и приобретенных векселей в активной части баланса компании на конец 2009 г. – 13,0 млрд руб. (6,5 млрд+6,5 млрд руб. соответственно), что составляет около 31% валюты баланса компании. Основные условия по данным сделкам не раскрываются. Насколько мы понимаем, речь идет о размещении временно свободных денежных средств, привлеченных в ходе размещения дополнительной эмиссии акций в 2007 г. (11,2 млрд руб., по данным отчетности по МСФО). Логично предположить, что данные средства зарезервированы для финансирования инвестиционной программы.

В ежеквартальном отчете за 2-й кв. 2010 г. компания поясняет, что в доверительное управление компании AS KIT Finance Europe переданы 6,4 млрд руб., займы выданы ООО «Номос Капитал» на 3,6 млрд руб. За первые 6 месяцев 2010 г. суммарный доход от 2 вышеуказанных финансовых вложений составил 240 млн руб., или менее 5% в год. По данным компании, в марте 2008 г. был заключен договор доверительного управления с AS KIT Finance Europe на сумму 5,2 млрд руб., в соответствии с допсоглашением которого от 15 декабря 2009 г. была произведена капитализация начисленных процентов на сумму 1,2 млрд руб. Срок окончания договора – 31 декабря 2010 г. По данным компании, средства в доверительном управлении (6,4 млрд руб.) были вложены в долговые ценные бумаги. На середину 2010 г. ТГК-5 оценивала величину потенциальных убытков в случае банкротства контрагентов на уровне 10 млрд руб. В отсутствие информации о контрагентах ТГК-5, вероятность дефолта вышеуказанных компаний оценить невозможно.

- ▶ **Инвестиционная программа.** По оценкам КЭС-Холдинга, необходимая сумма инвестиций ТГК-5 составляет не менее 27,2 млрд руб. для финансирования строительства и ввода в эксплуатацию 710 МВт к 2014 г. В 2007 – 2009 гг. объем капитальных вложений оценивается нами на уровне 3 млрд руб. Насколько мы понимаем, для финансирования порядка половины инвестиционной программы



компания аккумулировала ресурсы. В настоящее время возможности компании по увеличению уровня долга ограничены. Мы не исключаем, что объем программы может быть скорректирован в случае изменения структуры акционеров.

- ▶ **Регулярно инвесторам доступна отчетность по РСБУ**, которая позволяет получить общее представление о финансовом положении ОАО «ТГК-5». Выручка по РСБУ примерно составляет 93% выручки по МСФО, а размер финансового долга практически совпадает (около 98% на конец 2009 г.).

Основные финансовые показатели ОАО «ТГК-5» по МСФО, млрд руб.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Выручка	12 927	16 482	18 716
ЕБИТДА	611	236	2 164
Рентабельность ЕБИТДА, %	4,7%	1,4%	11,6%
Операционный денежный поток	106	563	-859
Капитальные вложения	769	1 230	892
Свободный денежный поток до финансирования	(9 908)	(982)	(4 825)
Всего активов	32 150	34 532	41 428
Собственный капитал	27 024	26 661	28 471
Совокупный долг*, в том числе	514	2 263	8 263
доля краткосрочного долга, %	36,1%	85,0%	96,3%
Денежные средства и эквиваленты	315	1 004	2 140
<b>Показатели</b>			
Долг/Собственный капитал, х	0,02	0,08	0,29
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	5,3	0,4	2,3
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,33	5,35	2,83
Долг/Операционный денежный поток	4,83	4,02	отриц.
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	отриц.	отриц.	отриц.

\* включает долгосрочную задолженность перед персоналом  
Источник: данные Компании, оценки ГПБ

- ▶ **Показатели кредитоспособности.** В отсутствие комментариев к консолидированной отчетности ТГК-5 в таблице представлен нескорректированный показатель ЕБИТДА, динамика которого за последние годы расходилась с динамикой операционного денежного потока. По итогам 2009 г. операционный денежный поток был отрицательным, в то время как нескорректированный показатель ЕБИТДА достиг максимального значения за последние годы. На конец 2009 г. соотношение Чистый долг/ЕБИТДА оценивается нами на уровне 2,8х.

На середину года показатели кредитоспособности компании ухудшились, и пока неочевидно, удастся ли компании переломить негативную тенденцию на фоне продолжения либерализации рынка электроэнергетики и убыточной генерации теплоэнергии (около 35% годовой выручки). Финансовые результаты деятельности компании в 1-м полугодии 2010 г. по РСБУ выглядят слабее, чем за аналогичный период прошлого года. Во многом это объясняется валовым убытком от продажи теплоэнергии (тарифы отставали от роста цен на природный газ), который составил 795 млн руб., против прибыли 498 млн руб. за аналогичный период прошлого года. При этом обратим внимание на тот факт, что прибыль от выработки электроэнергии выросла более чем в 2,7 раза (до 1,1 млрд руб.). Однако этого было недостаточно для того, чтобы улучшить результат прошлого года по величине прибыли от продаж. Обратим внимание, что в 1-м полугодии предприятие снизило объем выработки электроэнергии на 3,4% на фоне общего роста потребления в ОЭС Урала из-за более высокого уровня загрузки ГРЭС с более низкими топливными затратами на производство электричества. В результате, по данным отчетности по РСБУ, прибыли от продаж было недостаточно для покрытия процентных платежей. В такой ситуации компании выручил хороший запас денежных средств, который на начало года составил более 2 млрд руб. (на середину 2010 г., по данным РСБУ, снизился на 630 млн руб.). Из негативных моментов отметим рост просрочки по дебиторской задолженности покупателей и заказчиков, который на середину 2010 г. составил порядка 9,2% (около 440 млн руб.) по сравнению с 7,4% (247 млн руб.) год назад.

- ▶ **Кредитный портфель.** На середину 2010 г. величина долга изменилась незначительно по сравнению с уровнем на конец прошлого года. По данным отчетности (РСБУ), величина долга составила 8,1 млрд руб. Выданные поручительства составляют порядка 0,97 млрд руб. Значительная доля кредитного портфеля (более 95%) представляет собой краткосрочную задолженность. Обратим внимание, что кредиторами в основном являются крупные российские государственные и



частные банки (см. таблицу), которые также поддержали предприятие в 2008 – 2009 гг., когда практически было приостановлено кредитование реального сектора.

#### Структура кредитного портфеля ТГК-5

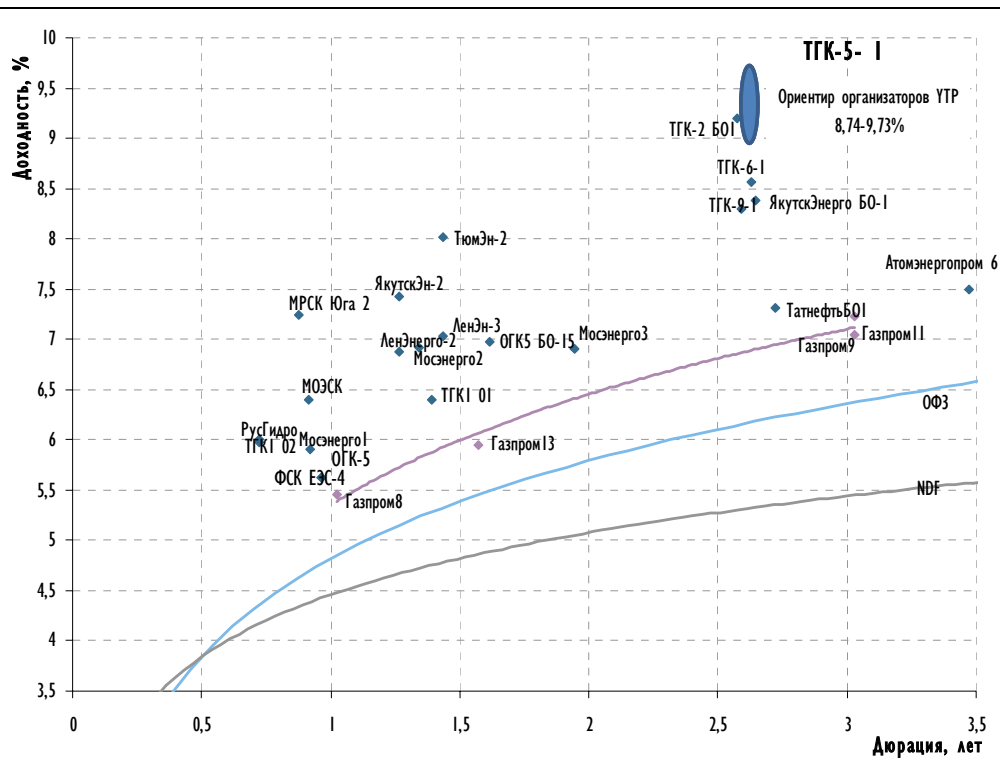
	Сумма, млн руб.	Сроки погашения
ОАО «Банк ВТБ Северо-Запад»	1 650	09.2010 – 03.2011
ОАО «Сбербанк России»	2 540	09.2010 – 11.2010
ОАО «Альфа-Банк»	1 000	05.2011
ОАО «Газпромбанк»	231	09.2010
ПФ ЗАО «Глобэксбанк»	1 000	07.2011
ОАО АКБ «ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК»	500	10.2010
ЗАО «БСЖВ»	500	11.2010
ОАО «Московский кредитный банк»	500	10.2010

Источник: данные компании, ГПБ

**Позиционирование выпуска.** Индивидуальное кредитное качество эмитента мы оцениваем на уровне ниже среднего: на фоне неубедительных результатов 1-го полугодия 2010 г., неоднозначной акционерной ситуации, неочевидного влияния дальнейшей либерализации оптового рынка электроэнергетики и мощности, а также с невозможностью оценить кредитные риски финансовых вложений компании.

В этой связи, при оценке доходности можно принять во внимание минимальный уровень возможной акционерной поддержки, который может исходить от крупнейшего акционера КЭС-Холдинга (кредитный риск невозможно оценить). Ориентируясь на недавние агрессивные размещения выпусков ТГК-6 и ТГК-9 (ТГК-5 уступает этим компаниям по ряду показателей), а также на тот факт, что ситуация вокруг продажи пакета акций ТГК-5 еще неопределенна (должна быть дополнительная премия) мы полагаем, что доходность нового выпуска не должна быть ниже уровня УТР9,50% (верхняя граница ориентира организаторов).

#### Позиционирование выпуска ТГК-5 I



Источник: Bloomberg, ГПБ



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44  
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, CFA**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17  
**Павел Пикулев**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**  
+7 (495) 988 23 44  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 913 78 85

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### Потребительский сектор

**Рустам Шихамедов**  
+7 (495) 428 50 69

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
начальник департамента  
+7 (495) 980 41 34  
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**  
начальник управления  
+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Мионов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**  
+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

**Роберто Пеццименти**

#### Трейддинг

**Елена Капица**  
+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### Департамент рынков фондового капитала

**Максим Шашенков**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 24  
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Константин Шашаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11

**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10

**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

#### Трейддинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11

**Андрей Чичерин**  
директор  
+7 (495) 983 19 14

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «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.