

# Генерация Центра

Комментарий к размещению ТГК-6 (NR)

Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

## Основные параметры займа ТГК-6 серии 01

Эмитент	ОАО ТГК-6
Объем выпуска	5 млрд. руб.
Срок обращения	7 лет
Пут опцион	Через 3 года после размещения по цене 100% от номинала
Периодичность выплаты купонов	182 дня
Дюрация	2.7 лет
Закрытие книги	31.08.2010
Ориентир организаторов	купон 8.3-8.8% (доходность 8.47-8.99%)
Справедливая доходность	8.5-8.6%
Рейтинг	отсутствует

## Финансовые результаты ТГК-6, МСФО

млн. руб.	2008	2009
Выручка	20 617	22 342
ЕБИТДА	1 230	2 547
Чистая Прибыль	782	2 289
Активы	35 753	41 343
Чистый долг	1 679	2 286
Собственные средства	29 443	31 732
Рентабельность по ЕБИТДА	5.9%	11.4%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	0.9
ЕБИТДА/проценты	2.9	11.4

Источник: данные компании, расчеты Открытия

Еще одна подконтрольная КЭС-холдингу генерирующая компания выходит на первичный рынок. На наш взгляд, по итогам аукциона доходность ТГК-6 вполне может сложиться на уровне нижней границы маркируемого диапазона (купон 8.3%, доходность 8,47% годовых к оферте через 3 года, спрэд к ОФЗ около 220 бп.).

В то же время, сегмент облигации электроэнергетического сектора в целом малоликвиден и, как нам кажется, несколько переоценен. Не исключаем, что ликвидность выпуска ТГК-6 также будет невысокой.

В случае же, если интересны инвестиции в облигации именно fuel&energy сегмента, в качестве альтернативы предлагаем обратить внимание на выпуски подконтрольной АФК Системе Башнефти (NR), которая торгуется сейчас с доходностью 8.5% при дюрации 2.08 лет (спрэд к ОФЗ около 260 бп.). Также могут представлять интерес бумаги СУЭКа, предлагающие доходность около 9.2% (спрэд к ОФЗ 286 бп.) на горизонте чуть менее 3 лет.

### Сильные стороны:

- Высокая социальная значимость
- Умеренная долговая нагрузка
- Сильная структура акционеров

### Основные риски:

- Существенная доля краткосрочных кредитов
- Высокие инвестиционные аппетиты, что может спровоцировать рост долговой нагрузки
- Зависимость денежных потоков компании от тарифного регулирования
- Отсутствие кредитного рейтинга и, как следствие, не вхождение выпуска в Ломбардный список ЦБ.

### Прайсинг:

- При формальной оценке справедливой доходности выпуска ТГК-6 мы исходим из результатов недавнего размещения еще одной дочки КЭС-Холдинга ТГК-9 (купон 8.1% при дюрации 2.7 года). В пользу ТГК-9 говорят больший объем установленной мощности, более крупные масштабы бизнеса и лучшая рентабельность деятельности. ТГК-6 в этом смысле отличает минимальный размер чистого долга (около 325 млн. руб.). Таким образом, справедливую премию между компаниями мы оцениваем в 20-30 бп, т.е. размещение вполне может сложиться на уровне нижней границы.

- С другой стороны, сегмент облигации электроэнергетического сектора в целом малоликвиден и лишен привлекательности. Что же касается размещения ТГК-9, то, на наш взгляд, оно прошло достаточно дорого с точки зрения relative value. Насколько мы видим, котировки выпуска на сером рынке пока стоят вблизи номинала (99.8/100.0). Единственный обращающийся выпуск ТГК-6 (УТР8.05% к оферте в феврале 2011 г.) на сегодняшний день также полностью лишен ликвидности и не может выступать в качестве ориентира.

- В этой связи мы полагаем, что участие в аукционе не будет интересно спекулянтам, и рекомендуем обратить внимание на выпуск инвесторам со стратегией "купить и держать до погашения". В то же время, лишней раз обращаем внимание, что бумаги не войдут в Ломбардный список ЦБ РФ.

### **Коротко о группе:**

- ТГК-6 была образована в результате реформы РАО ЕЭС и объединяет генерирующие активы, расположенные во Владимирской, Ивановской, Пензенской и Нижегородской областях, а также в Республике Мордовия. Крупнейший регион деятельности компании - Нижегородская область. На ее долю приходится 42% всего обслуживаемого населения.

- Установленная тепловая мощность ТГК-6 составляет 10 499 Гкал/ч, что является седьмым местом среди всех российских ТГК. Суммарная электрическая мощность - 3 121 МВт.

- Возраст активов ТГК-6 составляет около 40 лет (износ 63.7%), что превышает среднеотраслевой уровень на 6 лет.

- Основной топливного баланса выступает газ, на который приходится около 92% потребления (для сравнения у ТГК-9 - 84%). При этом генерирующие станции расположены далеко от месторождений газа, что обуславливает высокие транспортные издержки и ограниченный доступ к данному виду топлива. В периоды пиковых нагрузок ТГК-6 вынуждена использовать более дорогое сырье – мазут (3.5%).

- Согласно презентационным материалам, структура выручки практически в разных долях распределена между поступлениями от продажи тепловой (49.6% в 1К2010г.) и электрической (48.2%) энергии.

### **Акционеры:**

- Основным акционером ТГК-6 выступает КЭС-Холдинг (38.36%), крупнейший в России частный инвестор в электроэнергетику. Кроме того, еще 23.58% принадлежит ФСК ЕЭС. Free float по оценкам составляет 18.6%.

### **Финансовый профиль:**

- Как и в случае с ТГК-9, большой объем поступлений от продаж тепловой энергии обеспечил высокую резистентность денежных потоков ТГК-6 к кризисным явлениям. В результате выручка компании в 2009 г. увеличилась на 8% относительно значения за предыдущий год. С другой стороны, падение цен на оптовом рынке электроэнергии и более сдержанный рост тарифов на тепловую энергию (в 2010 г. среднее увеличение составит 12.7% против 17.8% в 2009 г.) обуславливают невысокий уровень операционной рентабельности, равно как и ее дальнейшее снижение. Так, согласно данным отчетности по МСФО за 2009 г., рентабельность по EBITDA у ТГК 6 составила 11.4% (10.9% по РСБУ в 2009 г.). В январе-июне 2010 г., этот же показатель, рассчитанный по данным по РСБУ, снизился до 7.3%. Для сравнения, маржа по EBITDA у ТГК-9 по итогам 2009 г. составила 14.8%.

- ТГК-6, как и другие дочерние компании КЭС Холдинга, отличается высоким уровнем ликвидности. Так, объем краткосрочных финансовых вложений по итогам 1П2010 г. составил 10.4 млрд. руб. Дополнительно на балансе компании имеется порядка 6.4 млрд. руб. денежных средств. Все вместе это составляет около 41% валюты баланса. В то же время, нам не удалось получить комментарии компании относительно качества активов, классифицированных как краткосрочные финансовые вложения.

### **Долговая нагрузка и CAPEX:**

- ТГК-6 имеет умеренный уровень долговой нагрузки, сопоставимый с другими компаниями в электроэнергетическом секторе. Так, по итогам 2009 г., соотношение Долг/EBITDA, рассчитанное по данным отчетности по МСФО, составляло 2.2x. Для ТГК-9 аналогичный показатель составлял 2.5x. В абсолютном выражении финансовый долг ТГК-9 превосходит задолженность ТГК-6 почти в 3 раза (по итогам 2009 г.). Структура задолженности ТГК-6 выглядит несколько менее гладко с долей краткосрочных кредитов свыше 96% в 2009 г. (66% в 1П2010г.). Однако это частично нивелируется большим объемом денежных средств на балансе, полностью покрывающим краткосрочную задолженность по итогам 1П2010г. Крупнейшими банками-

кредиторами ТГК-6 выступают Альфа банк, Юникредит банк и Глобэксбанк, на кредиты которых приходится около 70% портфеля.

- Инвестиционная программа, рассчитанная до 2014 г., составляет 23.9 млрд. руб. Основные средства планируется направить на строительство новых производственных мощностей. С учетом того, что операционный денежный поток ТГК-6 в 2009 г. составил порядка 2.3 млрд. руб., очевидно, что компании не удастся обойтись без привлечения нового заемного финансирования. Насколько мы понимаем, средства от данного займа также будут направлены на капитальные расходы. В этой связи мы ожидаем скорее роста долговой нагрузки компании в среднесрочной перспективе.

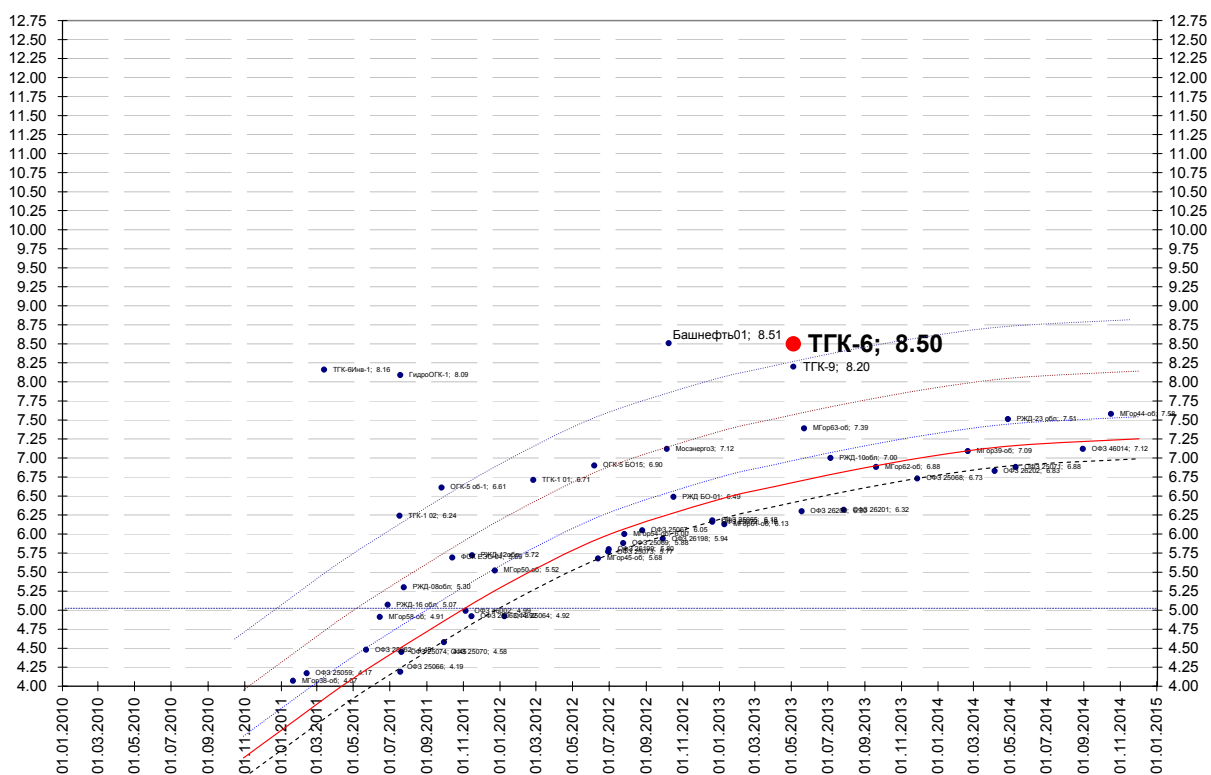
### Финансовые результаты ТГК-6 в сравнении с конкурентами, млн. руб.

	2008	2009	Изменение 2009 к 2008	1П2009 РСБУ	2009 РСБУ	1П2010 РСБУ	ТГК 9 МСФО 2009	ОГК 5 МСФО 2009
Выручка	20 617	22 342	+8%	11 332	21 741	15 357	40 912	43 505
Операционная прибыль	111	1 380	+1143%	1 400	1 178	289	3 314	
ЕБИТДА	1 230	2 547	+107%	1 998	2 371	1 123	6 076	7 744
Чистая Прибыль	782	2 289	+193%	1 418	526	594	2 773	3 200
Активы	35 753	41 343	+16%	33 197	37 672	41 138	83 219	91 734
Денежные средства	1 025	3 340	+226%	492	3 057	6 434	3 298	1 011
Финансовый долг	2 704	5 626	+108	2 186	3 761	6 759	14 993	18 438
долгосрочный	568	189	-67%	379	189	2 268	4 400	14 438
краткосрочный	2 136	5 437	+154%	1 807	3 572	4 491	10 593	4 000
Чистый долг	1 679	2 286	+36%	1 694	704	325	11 695	17 427
Собственные средства	29 443	31 732	+7.7%	28 480	29 947	30 542	56 914	61 118
Рентабельность по ЕБИТДА	5.9%	11.4%		17.6%	10.9%	7.3%	14.8%	17.8%
Рентабельность по чистой прибыли	3.7%	10.2%		12.5%	2.4%	3.8%	6.8%	7.3%
Финансовый долг/ ЕБИТДА	2.2	2.2		0.5	1.6	3.0	2.5	2.4
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	0.9		0.4	0.3	0.1	1.9	2.2
ЕБИТДА/проценты	2.9	11.4		28.5	9.9	5.2	2.6	
Капитал/Активы	82%	77%		86%	79%	74%	68%	67%

Источник: данные компании, расчеты Открытия

### Карта рублевого рынка

Примечание: Красная кривая построена по фишкам, входящим в список РЕПО и А1, синяя – по фишкам, входящим в другие списки, черная – кривая ОФЗ



## ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

### РОССИЯ

ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»  
129010, Москва, Протопоповский пер., 19/10  
Т: +7(495) 232 9966  
Ф: +7(495) 956 4700  
<http://www.open.ru>  
e-mail: [info@open.ru](mailto:info@open.ru)  
Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР ОАО «БД «ОТКРЫТИЕ»  
1. №177-06097-100000 на осуществление брокерской деятельности;  
2. №177-06100-010000 на осуществление дилерской деятельности;  
3. №177-06102-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;  
4. №177-06104-000100 на осуществление депозитарной деятельности;  
5. Лицензия биржевого посредника № 1082, выданная 22.11.2007 и действительная до 22.11.2010

### UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited  
30-34 Moorgate St., EC2R 6PL  
London, United Kingdom  
Tel.: +44 (0) 207 82 68200  
Fax: +44 (0) 207 82 68201  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)  
e-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)  
Authorised And Regulated By The Financial Services Authority  
Member of The London Stock Exchange and APCIMS

### CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited  
104 Amathountos Str.,  
Seasons Plaza, P.C. 4532,  
Limassol, Cyprus  
Tel.: +357 (25) 431456  
Fax: +357 (25) 431457  
[www.otkritiefinance.com.cy](http://www.otkritiefinance.com.cy)  
e-mail: [infomail@open.ru](mailto:infomail@open.ru)

### GERMANY

OTKRITIE Securities Limited  
Goethestrasse 10  
60313 Frankfurt am Main, Germany  
Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124  
Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)  
e-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)

## ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**АЛЕКСЕЙ СЕРГЕЕВ**  
Управляющий директор

**Михаил Автухов**  
Управляющий директор

## УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

**Владимир Малиновский**  
Начальник управления  
доб. 1628  
[malinovsky@open.ru](mailto:malinovsky@open.ru)

**Евгений Воробьев**  
Заместитель начальника  
управления,  
российский рынок  
доб. 1637  
[vorobiev@open.ru](mailto:vorobiev@open.ru)

**Ольга Николаева**  
Аналитик,  
российский рынок  
доб. 1577  
[nikolaeva-o@open.ru](mailto:nikolaeva-o@open.ru)

**Александр Афонин**  
Аналитик,  
российский рынок  
доб. 4495  
[afonin@open.ru](mailto:afonin@open.ru)

**Искандер Абдуллаев**  
Аналитик,  
еврооблигации  
доб. 4485  
[abdullaev@open.ru](mailto:abdullaev@open.ru)

**Станислав Свиридов**  
Заместитель начальника  
управления,  
кредитный анализ  
доб. 1816  
[credit\\_research@open.ru](mailto:credit_research@open.ru)

**Максим Гребцов**  
Кредитный аналитик,  
[credit\\_research@open.ru](mailto:credit_research@open.ru)

**Олег Тарасов**  
Кредитный аналитик,  
[credit\\_research@open.ru](mailto:credit_research@open.ru)

## УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

**Михаил Хазан**  
Начальник управления  
+7 (495) 234 44 09  
[khazan@open.ru](mailto:khazan@open.ru)

**Антон Кихаев**  
Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 234 05 96  
[kikhaev@open.ru](mailto:kikhaev@open.ru)

**Денис Голубничий**  
Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 777 56 03  
[golden@open.ru](mailto:golden@open.ru)

**Дмитрий Дергачев**  
Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 11  
[dergachev@open.ru](mailto:dergachev@open.ru)

**Сухроб Бабаджанов**  
Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 07  
[sukhrob@open.ru](mailto:sukhrob@open.ru)

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

**Анна Василевская**  
Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8234  
[anna.vasilevska@otkritie.com](mailto:anna.vasilevska@otkritie.com)

## ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

**Дмитрий Барков**  
Директор по работе  
с эмитентами  
доб. 1548  
[barkov@open.ru](mailto:barkov@open.ru)

**Ростислав Кулак**  
Директор по работе  
с эмитентами  
доб. 1713  
[kulak@open.ru](mailto:kulak@open.ru)

**Роберт Смакаев**  
Начальник управления  
организации эмиссий  
доб. 1109  
[smakaev@open.ru](mailto:smakaev@open.ru)

**Шаген Бахшиян**  
Директор по работе  
с эмитентами  
доб. 1590  
[shagen@open.ru](mailto:shagen@open.ru)

ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.  
ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Инвестбанк»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Инвестбанк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Инвестбанк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Инвестбанк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Инвестбанк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.