

# Энергетика возвращается

Комментарий к размещению ТГК-9 (NR)

Евгений Воробьев vorobiev@open.ru

## Основные параметры займа ТГК-9 - 01

Эмитент	ОАО ТГК-9
Объем выпуска	7 млрд. руб.
Срок обращения	7 лет
Пут опцион	Через 3 года после размещения по цене 100% от номинала
Периодичность выплаты купонов	182 дня
Дюрация	2.77 года
Закрытие книги	н/д
Ориентир организаторов	купон 8.18-8.66%(доходность 8.35-8.85%)
Рейтинг	отсутствует

## Финансовые результаты ОГК5 и ТГК-9 по МСФО за 2009 год, \$млн

	ОГК5	ТГК-9
Выручка	43 505	40 912
ЕБИТДА	7 744	6 076
Чистая Прибыль	3 200	2 772
Активы	91 734	83 219
Денежные средства и финвложения	1 011	3 298
Финансовый долг	18 438	14 993
длинный	14 438	4 400
короткий	4 000	10 593
Чистый долг	17 427	11 695
Собственные средства	61 118	56 913
Финансовый долг/Активы	20.1%	18.0%
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.4	2.47
Рентабельность по ЕБИТДА	17.8%	14.9%
Доля собственных средств в активах	66.6%	68.4%

.. ТГК-9 занимает 3-е место по тепловой и 6-е место по электрической мощности в энергосистеме РФ

Полагаем, что справедливая доходность выпуска ТГК9-1 для вторичного рынка составит 8,0% годовых к оферте через три года.

Крайнее размещение энергокомпании на рынке – ОГК5 БО15, выпуск торгуется с доходностью 7,2% годовых и дюрацией в 1,85 года.

Компании по финансовым метрикам весьма похожи между собой, однако находим чуть «сильнее» структуру акционеров и лучше рентабельность у ОГК5. Кроме того, отметим, что у ТГК-9 нет рейтингов, новый выпуск пока не войдет в ломбардный список.

Считаем, что на вторичном рынке ТГК9-1 должна торговаться с премией в 25-30бп к доходности ОГК5 БО15 с поправкой на дюрацию, что по состоянию на сегодня дает справедливую доходность выпуска ТГК9-1 в 8,0% годовых.

В качестве альтернативного вложения, мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на выпуски Башнефти. Доходность бумаг компании, размер бизнеса и акционерная структура которой не уступают ТГК-9, на текущий момент составляет 8.6% к оферте в декабре 2012 г.

### Сильные стороны:

- Неплохие рыночные позиции
- Наиболее важный и крупный актив КЭС-холдинга. Высокая вероятность укрупнения компании, выступая центром консолидации других энергетических активов
- Умеренная долговая нагрузка
- Сильная структура акционеров

### Основные риски:

- Высокие инвестиционные аппетиты, что может спровоцировать рост долговой нагрузки
- Зависимость денежных потоков компании от тарифного регулирования
- Возможная задержка либерализации рынка электроэнергетики
- Отсутствие кредитного рейтинга и, как следствие, не вхождение выпуска в список РЕПО ЦБ.

### Коротко о группе:

- ТГК-9 была образована в результате реформы РАО ЕЭС и объединяет генерирующие активы, расположенные в Свердловской области, Республике Коми и Пермском крае. Всего компании принадлежит 23 электростанции с суммарной электрической мощностью 3 280 МВт. Установленная тепловая мощность-16.5 тыс. Гкал/ч. Таким образом, в системе координат российских генерирующих компаний ТГК-9 занимает 3-е и 6-е места по тепловой и электрической мощности соответственно.

- Средний уровень износа оборудования ТГК-9 превышает 70%, что, тем не менее, чуть ниже отраслевого значения.

- Основой топливного баланса выступает газ, на который приходится около 84% потребления.

.. 50% выручки приходится на продажу тепла

.. основной акционер ТГК-9 - КЭС-Холдинг, в капитале – ВТБ Капитал и ЕБРР

.. рентабельность по EBITDA за 2009 год – 14,8%

.. умеренная долговая нагрузка, Чистый Долг/EBITDA – 1,9x

.. возможен рост кредитного портфеля

- Согласно презентационным материалам, в структуре выручки компании более 50% приходится на продажи тепловой энергии.

- В перспективе ТГК-9 может стать центром консолидации энергетических активов КЭС-холдинга, основного акционера компании. Насколько нам известно, в дальнейшем запланировано IPO объединенной компании.

#### Акционеры:

- Мажоритарным акционером ТГК-9 выступает КЭС-Холдинг (64.8%), крупнейший в России частный инвестор в электроэнергетику. Кроме того, еще 7.9% и 5.3% принадлежат ЕБРР и ВТБ Капитал соответственно.

#### Финансовый профиль:

- Падение выручки компании в прошлом году составило чуть менее 3%. Такая высокая резистентность денежных потоков к кризисным явлениям частично объясняется существенной долей поступлений от продаж тепловой энергии (свыше 50%).

С другой стороны, это факт имеет и негативные влияния в виду относительно невысокой рентабельности услуг теплоснабжения и полного государственного регулирования тарифов. По итогам 2009 г. рентабельность по EBITDA компании составила 14.8%. Для сравнения, аналогичный показатель для Русгидро в 2009 г. составил почти 44% (ГЭС считаются наиболее эффективными генерирующими активами).

#### Долговая нагрузка и CAPEX:

- По итогам 2009 г. ТГК-9 сохраняла умеренный уровень долговой нагрузки. Так, чистый долг превышал показатель EBITDA в 1.9 раз. Структура задолженности выглядит несколько менее гладко с долей краткосрочных кредитов свыше 72%. Насколько мы понимаем, большая часть средств, привлеченных от данного облигационного выпуска, будет направлена на рефинансирование.

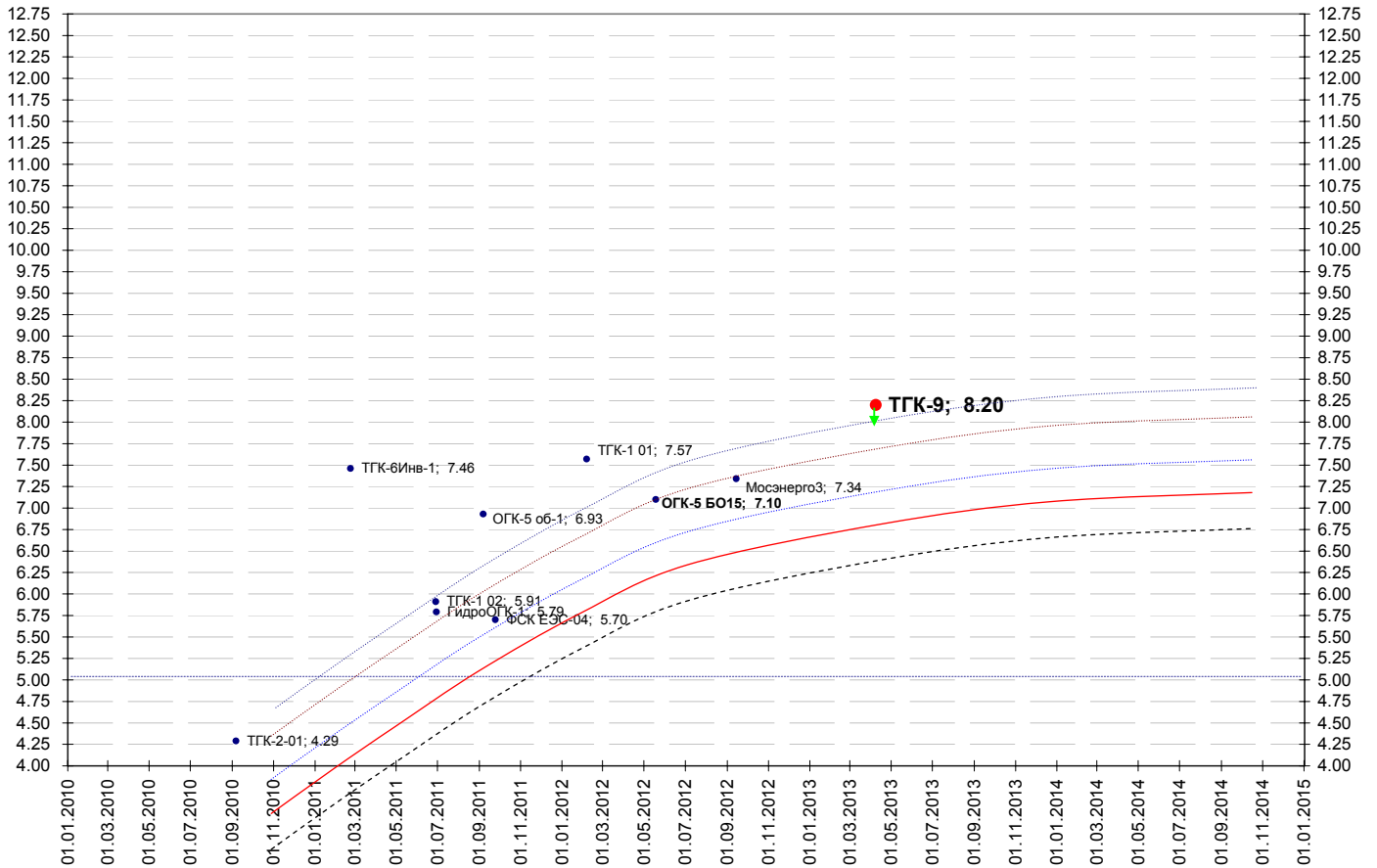
- В то же время, мы скорее не ждем уменьшения объема заимствований в дальнейшем. Дело в том, что инвестиционный бюджет компании до 2017 г. оценивается в 68 млрд. руб., что связано с необходимостью модернизации теплосетевое хозяйство и строительства новых мощностей. Очевидно, что собственного операционного денежного потока ТГК-9 будет недостаточно для финансирования всех потребностей, что может привести к росту долговой нагрузки.

#### Финансовые результаты ТГК-9 по МСФО, млн. руб.

-	2008	2009	Изменение 2009 к 2008	1К2010 РСБУ	ОГК 5 МСФО 2009
Выручка	41 863	40 912	-2.3%	15 032	43 505
Операционная прибыль	763	3 314	+334%	2 008	
EBITDA	4 988	6 076	+22%	2 338	7 744
Чистая Прибыль	3 115	2 773	-11%	681	3 200
Активы	77 663	83 219	+7%	73 634	91 734
Денежные средства	1 231	3 298	+168%	6 334	1 011
Финансовый долг	12 357	14 993	+21%	18 916	18 438
долгосрочный	98	4 400	+4390%	5 189	14 438
краткосрочный	12 259	10 593	-13.6%	13 721	4 000
Чистый долг	11 126	11 695	+5%	12 582	17 427
Собственные средства	54 139	56 914	+5%	46 859	61 118
Рентабельность по EBITDA	11.9%	14.8%		15.5%	17.8%
Рентабельность по чистой прибыли	7.4%	6.8%		4.5%	7.3%
Финансовый долг / EBITDA	2.5	2.5		2.0	2.4
Чистый долг/EBITDA	2.2	1.9		1.3	2.2
EBITDA/проценты	4.4	2.6		5.3	
Капитал/Активы	70%	68%		64%	67%

## 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.,  
SeasonsPlaza, 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  
[malinovskiy@open.ru](mailto:malinovskiy@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)

**ОЛЬГА ЛЯКИНА**  
Аналитик,  
еврооблигации  
доб. 1589  
[lyakina@open.ru](mailto:lyakina@open.ru)

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

**МАКСИМ ГРЕЦОВ**  
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.