



ТГК-1

ТГК-1

20 марта состоится размещение дебютного выпуска облигаций ТГК-1 объемом 4 млрд. руб. и сроком обращения 7 лет. По облигациям предусмотрена трехлетняя оферта по номиналу.

Компания привлекает облигационный заем для рефинансирования краткосрочных кредитов.

ТГК-1 – территориальная генерирующая компания (ТГК), созданная в марте 2005 г. в процессе реформы РАО ЕЭС. Установленная электрическая мощность компании составляет 6,2 ГВт, тепловая – 14,7 Гккал/ч. По установленной мощности ТГК-1 занимает 3-е место среди 14 ТГК, выделенных из состава РАО в рамках реформы. Генерирующие активы ТГК-1 расположены в Северо-Западном федеральном округе, в частности в Санкт-Петербурге, Республике Карелия, Ленинградской и Мурманской областях.

От других территориальных генерирующих компаний ТГК-1 отличает высокая доля гидрогенерации, которая обеспечивает около 46% от общего объема вырабатываемой компанией электроэнергетики.

РАО ЕЭС принадлежит 55,7% в капитале ТГК-1. Стратегическим пакетом ее акций в размере около 25,7% владеет Fortum Power and Heat Oy, ведущая электроэнергетическая компания Скандинавии.

По итогам трех кварталов 2006 г. соотношение долей электро- и тепловой энергии в выручке ТГК-1 составило 54% и 44% соответственно. В отличие от рынка электроэнергетики, либерализация тарифов на тепловую энергию в ближайшее время не предвидится – ценообразование в этом социально значимом секторе регулируется государством. Однако существенная доля низкочастотной гидрогенерации в общем объеме выработки компании обеспечивает ее более высокую рентабельность по сравнению с другими ТГК.

Инвестиционная программа ТГК-1 на период до 2015 г. имеет целью увеличение электрической и тепловой мощности на 3,6 ГВт и 2,4 Гккал/ч соответственно и предусматривает вложения в размере 132 млрд. руб. Из этих средств 84 млрд. руб. предполагается направить на реконструкцию и строительство новых мощностей. Остальные средства будут использованы для повышения надежности и обеспечения бесперебойной работы станций (около 10,5 млрд. руб.), а также развитие теплосетей (33 млрд. руб.).

В 2007 г. объем инвестиций компании составит 15,6 млрд. руб.

Компания планирует профинансировать 91% необходимых вложений из собственных средств, включая прибыль, амортизацию и поступления от планируемой дополнительной эмиссии акций. Возможны три сценария проведения доэмиссии: 1) продажа на рынке, 2) частичная продажа на рынке и размещение в пользу стратегического инвестора; 3) реализация доэмиссии стратегическому инвестору. Наиболее вероятными представляются второй или третий сценарии.

Таким образом, ТГК-1 рассчитывает привлечь за счет заемных средств свыше 12 млрд. руб. в течение 9 лет.

Как и большинство энергокомпаний, выделенных из состава РАО ЕЭС в процессе реформы, ТГК-1 не имеет отчетности за весь последний финансовый год. Мы располагаем данными по МСФО за первое полугодие 2006 г. Помимо этого, при анализе использовались оценки результатов за 9 месяцев 2006 г., выполненные Райффайзенбанком.

Отсутствие у большинства компаний сектора полноценной отчетности затрудняет их сравнительную оценку по финансовым коэффициентам. При сравнительной оценке кредитного риска генерирующих компаний мы исходим из предпосылки о преимуществе ОГК над ТГК в силу доступа первых к либерализованному рынку электроэнергетики, в то время как тепловая генерация остается социально чувствительной сферой, государственное регулирование которой в будущем сохранится. Этим фактором обусловлена премия ТГК к ОГК, которая, при прочих равных условиях, составляет, по нашей оценке, около 100бп.

ТГК-1 '14

Сектор	Энергетика
Дата размещ.	20 марта 2007
Эмитент	ТГК-1
Объем	4 млрд руб.
Купон	полугодовой
Оферта	3 года по номиналу
Погашение	7 лет
Организаторы	Райффайзенбанк
Ориентир организ.	УТР 7.90-8.10%
Справ. д-ть	УТР 8.00-8.10%

Ключевые финансовые показатели ТГК-1

	млн. руб.	6M2006	(IFRS) 9M2006	(IFRS)
Выручка		11 571		14 010
EBITDA		1 719		1 585
Активы		33 276		-
Собственный капитал		24 002		-
Долг		4 797		5 772
Норма EBITDA		14,9%		11,3%
Текущ. ликвидность		0,98		-
Краткоср. долг		84%		-
Долг/Собств. капитал		20%		-
Долг/Активы		14%		-
Долг/EBITDA		1,40		2,73
EBITDA/Проценты		9,08		-

Источник: Компания, Райффайзенбанк, оценки УралсИба



Для ряда электроэнергетических компаний характерны мощные факторы поддержки кредитного качества. Например, Мосэнерго (ТГК-3) имеет сильного стратегического инвестора в лице Газпрома. Запас прочности ГидроОГК, в свою очередь, обеспечен высокой рентабельностью за счет дешевой гидрогенерации.

ТГК-1 выигрышно смотрится на фоне других ТГК благодаря высокой доле гидрогенерации в выработке, а предстоящая допэмиссия и высокая вероятность ее полного или частичного размещения в пользу стратегического инвестора могут сузить спред бумаг компании к облигациям Мосэнерго и ГидроОГК.

По размеру выручки бизнес ТГК-1 сопоставим с ОГК-5 и ГидроОГК, однако существенно уступает Мосэнерго.

В настоящее время долговая нагрузка ТНГ-1 составляет 6,2 млрд. руб. Кредиторами компании являются крупные российские и западные банки, в том числе ЕБРР, Промстройбанк, Промсвязьбанк, Альфа-банк, Ситибанк, Райффайзенбанк, Росбанк и Nordic Investment Bank. Средняя ставка по рублевым кредитам равна 7,7%

Доходность выпуска Мосэнерго-1'11 составляет 7,5% на 2,5 года, ГидроОГК'11 – 7,5% на 4 года, ОГК-5 -7,87% на 2,5 года. Таким образом, спреды ее бумаг к кривой ОФЗ находятся на уровне 144, 123 и 181бп. Нижнюю границу доходности ТГК-1 ограничивает спред ОГК-5, следовательно, ТГК-1 не может торговаться дороже 7,95%. Учитывая позитивные факторы в поддержку эмитента, минимальная премия к ОГК-5 составляет от 30 до 50бп. Мы полагаем, что доходность по текущим котировкам ОГК-5 выше справедливого уровня на 20бп, поэтому оцениваем спред ТГК-1 в 190-210бп, что соответствует доходности 8,05-8,25% к трехлетней оферте. Разница в масштабе бизнеса и значимый фактор поддержки Мосэнерго стратегическим инвестором обуславливают премию ТГК-1 к Мосэнерго в размере не менее 50бп, что соответствует доходности 8,1%.

Ориентир по доходности организатора находится в диапазоне 7,9%-8,1% к трехлетней оферте. Мы рекомендуем покупать выпуск ТГК-1 на аукционе с ориентиром по доходности 8%-8,1%.

Kumu Панцхава, PantskhavaKS@uralsib.ru



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Дмитрий Дудкин, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru
Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока
Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Антон Лобанов, вед. эксперт, lob_at@uralsib.ru
Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkoa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru
Жапар Султанов, аналитик, sultanovzs@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru
Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru
Павел Попиков, аналитик, PopikovPN@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля/Транспорт

Андрей Никитин, аналитик, Nikitin_AI@uralsib.ru

Металлургия / Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2006