



ТГК-4-1

ТГК-4-1

Дата размещения

7–14 июня 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 5 млрд руб. (около 194 млн долл.), полугодовые купоны, срок обращения – 5 лет. Условиями выпуска предусмотрена оферта, предположительно через два или три года.

Рейтинги

Компания не имеет рейтингов от основных международных агентств.

Цель облигационного займа

До 60% привлеченных средств предполагается направить на рефинансирование краткосрочных кредитов, 40% или более – на финансирование инвестиционной программы.

Профиль компании

ТГК-4, учрежденная 20 апреля 2005 г., действует в европейской части РФ, основные генерирующие мощности компании расположены в Белгородской, Брянской, Калужской, Курской, Липецкой, Орловской, Рязанской, Смоленской, Тамбовской и Тульской областях. ТГК-4 – третья среди территориальных генерирующих компаний по установленной тепловой (17,7 тыс. Гкал/ч) и шестая – по установленной электрической мощности (3,3 ГВт).

Коэффициент использования производственных мощностей ТГК-4 в настоящий момент составляет 44,8%.

Структура собственности

Контрольным пакетом акций ТГК-4 в размере 50,01% владеет РАО ЕЭС (рейтинг ВВ по версии S&P).

После допэмиссии акций, запланированной на ноябрь 2007 г., доля РАО ЕЭС может уменьшиться до 25%+1 акция. Средства, привлеченные в ходе допэмиссии, предполагается направить на финансирование капиталовложений, потребность в которых у компании высока.

Рыночные позиции

Электроэнергетика – отрасль с регулируемым ценообразованием. Тарифы на электроэнергию устанавливаются Федеральной службой по тарифам. С 1 сентября 2006 г. отменено регулирование спот-цен на электроэнергию. В 2007 г. предполагается реализовать на спот-рынке только 5% от общего объема потребляемой энергии, а остальные 95% будут поставляться потребителям по регулируемым ценам на основе двусторонних контрактов. Дисбаланс между запланированным и фактическим объемом производства либо потребления энергии будет реализован на спот-рынке.

В рамках реформы электроэнергетической отрасли правительство планирует начиная с 2008 г. ежегодно сокращать долю двусторонних контрактов на 5–15%.

В отличие от электроэнергии, доля реализации которой по свободным ценам будет возрастать, либерализация продаж тепловой энергии в ближайшем будущем не планируется. Коммунальные службы, как правило, потребляющие основную часть производимой тепловой энергии, обычно обеспечивают около 50% выручки генерирующих компаний. Социально значимый вопрос либерализации тарифов на тепловую энергию, по-видимому, останется нерешенным в течение неопределенно долгого времени, в результате чего рентабельность территориальных генерирующих компаний и в дальнейшем будет невысокой.

ТГК-4-1 '12	
Сектор	энергетика
Bloomberg	TGKD
Размещение	7-14 июня 2007 г.
Эмитент	ОАО ТГК-4
Объем	5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	5 лет
Оферта	2-3 года по цене 100%
Организатор	Газпромбанк
Ориентир орг-ра	УТР 8-8,25% 2-годичная оферта
	УТР 8,25-8,5% 3-годичная оферта
Справ. д-ть	УТР 8-8,15%



Финансовая отчетность

ТГК-4 готовит финансовую отчетность по РСБУ. Отчетность за 2006 г. не в полной мере отражает результаты деятельности компании за весь год, поскольку процесс реорганизации был завершен 15 сентября 2006 г., когда все электростанции были консолидированы на балансе эмитента. Для целей финансового анализа мы воспользовались формой результатами за 2006 г., представленными организаторами размещения в информационных материалах к выпуску.

- Выручка – 762 млн долл.;
- EBITDA – 85 млн долл., норма EBITDA – 2,4%;
- Активы – 881 млн долл.;
- Капитал – 633 млн долл.;
- Совокупный долг – 188 млн долл.;
- Доля краткосрочного долга – 45%;
- Долг/EBITDA – 2,2х;
- Долг/Капитал – 0,3х.

При анализе показателей рентабельности необходимо учитывать необычайно холодную зиму 2006 г., когда компания была вынуждена расходовать дорогой мазут и тем самым увеличивать издержки, а также рекордно теплый четвертый квартал 2006 г. В 2006 г., вероятно, были зафиксированы худшие финансовые результаты компании, что связано как с погодными условиями, так и с происшедшей в тот период реорганизацией. По названным причинам представленная отчетность может лишь в ограниченной мере служить для оценки кредитного качества компании, в связи с чем мы советуем инвесторам самостоятельно оценить основные финансовые показатели на основе отчетности электростанций, входящих в состав ТГК-4.

Несмотря на высокий показатель нормы EBITDA – 11,2% (оценка на основе отчетности по РСБУ), чистая прибыль за период была отрицательной на уровне –10 млн долл., тогда как в 2005 г. норма чистой прибыли составила 5,5%. Это объясняется списанием убытков, понесенных в то время, когда действовал прежний механизм регулирования, а также убытка от реализации неликвидных активов.

Долговая нагрузка, выраженная отношением долга к EBITDA, составила 2,2х, – умеренный показатель для территориальных генерирующих компаний. Учитывая, что около 40% средств, привлеченных в ходе размещения облигаций, предполагается направить на рефинансирование кредитов, долг компании, по-видимому, увеличится приблизительно на 80–82 млн долл.

Конкуренция

В течение 2006 г. большинство территориальных генерирующих компаний находились на заключительном этапе реорганизации и консолидации генерирующих активов, выделенных из состава региональных АО-энерго в рамках первого этапа реформы сектора, поэтому их финансовые показатели могут лишь в ограниченной степени служить для относительной оценки кредитного качества.

При сравнительной оценке генерирующих компаний мы исходим из предпосылки о преимуществе оптовых генерирующих компаний над теплогенерирующими, поскольку первые будут постепенно увеличивать долю энергии, реализуемой на свободном рынке, в то время как тепловая генерация остается социально значимой сферой, государственное регулирование которой в обозримом будущем сохранится. Этим фактором обусловлена премия ТГК к ОГК, которую мы, при прочих равных условиях, оцениваем по меньшей мере в 100 бп.

Ряд электроэнергетических компаний отличают мощные факторы поддержки кредитного качества, например, сильный стратегический инвестор в лице Газпрома у Мосэнерго (ТГК-3) и дешевая гидрогенерация у ГидроОГК, позволяющая достичь самой высокой рентабельности в отрасли.

Преимущества ТГК-1 обеспечены высокой долей гидрогенерации в выработке, а также предстоящей допэмиссией и намерением финской энергетической компании Fortum, уже владеющей блоком ТГК-1, приобрести пакет ее акций в рамках допэмиссии.

ТГК-8, отличающаяся одним из самых низких показателей рентабельности и наиболее высокой долговой нагрузкой среди территориальных генерирующих компаний, недавно разместила дебютный выпуск облигаций, уровень доходности которых может служить ориентиром верхней границы справедливого диапазона доходности ТГК-4.

В целом, мы считаем, что справедливая доходность ТГК-4 находится в диапазоне между доходностью бумаг ТГК-1 и ТГК-8.



Прайсинг

Выпуск ТГК-4-1 будет размещен по новым правилам, согласно которыми период блокирования облигаций для вторичных торгов после размещения сокращается до 4–5 рабочих дней по сравнению с тремя неделями и более для выпусков, зарегистрированных ФСФР по старым нормам.

ТГК-1 торгуется с доходностью 7,89% к оферте через 3 года, что соответствует спреду 190 бп к кривой ОФЗ. В отличие от даты аукциона, по итогам которого бумаги ТГК-1 были оценены слишком высоко, в настоящий момент облигации торгуются на справедливом для них уровне, оценка которого составляет 190 бп. Верхняя граница доходности ТГК-4 задана спредом ТГК-8. Недавно дебютный выпуск облигаций ТГК-8 был размещен с доходностью 8,16%, что соответствует спреду 225 бп к кривой ОФЗ. Мы оцениваем справедливый спред облигаций ТГК-4 к ОФЗ на уровне 200–210 бп.

Предварительный ориентир доходности, предложенный организаторами размещения, находится в диапазоне 8,0–8,25% к оферте через два года или 8,25–8,5% к трехгодичной оферте. Мы считаем выпуск ТГК-4 привлекательным на уровне 8,0% к двух- и 8,15% к трехгодичной оферте.

Kumi 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, myr_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
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkoa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@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

Политика / Экономика

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

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, CFA, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru
Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Машиностроение

Александра Мельникова, ACCA, melnikovaas@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, Nikitinai@uralsib.ru
Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghMS@uralsib.ru
Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, 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 2007