

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

ОАО «Южная генерирующая компания – ТГК-8» несколько уступает по масштабам присутствующим на долговом рынке территориальным генерирующим компаниям. Кроме того, при сопоставлении с ТГК-1 и ТГК-6 проигрывает эмитент и с точки зрения ключевых финансовых характеристик – рентабельности и качества покрытия долга. Рассматривая в качестве ориентира выпуск ТГК-1, который торгуется со спрэдом к ОФЗ на уровне 180 б.п., справедливый спрэд ТГК-8, компенсирующий разницу в кредитном качестве двух генерирующих компаний, по нашим оценкам, составляет 230 б.п. Учитывая, что размещение будет проходить в условиях дефицита качественного предложения, требования к премии за первичное размещение могут быть минимальными (в пределах 10 б.п.). Таким образом, интересный для участия в выпуске диапазон доходности составляет **8.3% - 8.4%** годовых к оферте через 2 года. *(Подробнее стр.2)*

| | |
|-------------|---|
| ЮГК ТГК-8 | 2 |
| Челябэнерго | 3 |

ОАО «Челябэнерго» близко по кредитному качеству с размещавшей облигации в апреле текущего года ЕЭСК, однако характеризуется менее качественными, чем у ЕЭСК, финансами по итогам 2006 года. Также, несмотря на существующие предпосылки укрепления финансового состояния Челябинэнерго в течение 2007 года, существуют опасения относительно обеспечения положительных итоговых финансовых результатов – мы не исключаем, что ввиду сохраняющейся проблемы весомого портфеля просроченной дебиторской задолженности, действуя по сценарию 2006 года, компания также может остаться без чистой прибыли. Исходя из этого справедливый спрэд Челябинэнерго к ОФЗ мы оцениваем в диапазоне 310 б.п. – 330 б.п. Кроме того, мы считаем необходимым обеспечение инвесторам премии за возможную ограниченную ликвидность нового выпуска. Таким образом, с учетом годовой дюрации выпуска справедливую доходность бумаг Челябинэнерго мы оцениваем на уровне **9.1% - 9.3%** годовых. *(Подробнее стр.3)*

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

| Дата | Эмитент | Сумма, млн.р. | Организатор | Прогноз организатора | Оценки Банка ЗЕНИТ |
|--------|------------------|---------------|------------------------------|----------------------|--------------------|
| 15 мая | ТД Полесье | 500 | КБ Электроника | 13% - 13,5% УТР | - |
| 15 мая | СП Сибкадемстрой | 500 | МДМ Банк | 12% - 12,5% УТР | - |
| 16 мая | Русфинанс Банк-3 | 4 000 | Тройка | 7,8% - 8,1% УТМ | - |
| 17 мая | Челябэнерго | 600 | Агропромкредит | ~ 9,2% УТР | 9,1% - 9,3% УТР |
| 17 мая | ЮГК ТКК-8 | 3 500 | ИК Капитал, РайффайзенБанк | 8,1% - 8,25% УТР | 8,3%- 8,4% УТР |
| 17 мая | Мособлгаз | 2 500 | Банк Москвы, Тройка, РиГрупп | 9,5% - 9,7% УТР | - |

17 мая ОАО «Южная генерирующая компания – ТКК-8» планирует размещать облигации дебютного выпуска объемом 3.5 млрд. руб. Срок до погашения бумаг составляет 5 лет, срок до оферты – 2 года.

Эмитент является крупнейшей энергокомпанией Юга России, которая в рамках реформирования отрасли объединила в своей структуре генерирующие активы на территории Астраханской, Волгоградской, Ростовской областей, Краснодарского и Ставропольского края и Республики Дагестан.

В настоящее время РАО ЕЭС принадлежит контрольный пакет ТКК-8 (50.01% УК). На осень текущего года запланирована допэмиссия акций ТКК-8, в результате которой доля РАО ЕЭС снизится до уровня ниже блокирующего, а контроль над Компанией перейдет к стратегическому инвестору. Наиболее значимыми после РАО ЕЭС акционерами эмитента являются ЗАО «Промрегион Холдинг» (16.28%) и ЗАО «Энергостратегия» (15.81%), которые являются крупными инвесторами в энергетику в Южном федеральном округе и контролируют, в частности астраханские и волгоградские сетевые компании. При этом «Промрегион Холдинг», по заявлениям организатора выпуска, является стратегическим партнером НК Лукойл по проектам в области энергетики и наиболее вероятным покупателем акций ТКК-8.

Стоит отметить, что структура ЮГК ТКК-8 еще не сформирована окончательно – в ближайшее время (в меморандуме обозначен июнь 2007 года) планируется приобрести не менее 48% акций ОАО «Кубанская генерирующая компания». В результате сделки ТКК-8 сможет присоединить генерирующие активы, которые в настоящее время вынуждена арендовать.

По данным РАО ЕЭС, регион в котором оперирует ЮГК ТКК-8 является энергодефицитным, удовлетворение потребностей осуществляется за счет привлечения энергосистем Средней Волги и Центра. Исходя из того, что при текущих темпах роста потребления электроэнергии в регионе, не уступающих крупнейшим российским городам (Москве, Санкт-Петербургу, Екатеринбург и т.п.) – на уровне 5 -7% в год, и уровне износа мощностей, дефицит Объединенной энергосистемы Юга России может составить уже в этом году 500 МВт, а к 2010 около 1300 МВт, одним из ключевых направлений стратегии развития ТКК-8 является ввод в действие к 2010 году более 670 МВт дополнительных мощностей с учетом устаревшего оборудования. Таким образом, можно отметить, что стратегия развития Компании ориентирована на дальнейшее развитие направления «электроэнергия», на долю которого в 2006 году пришлось 62% выручки, составившей 14.5 млрд. руб. (34% выручки обеспечили продажи теплоэнергии).

В прошлом году ТКК-8 не удалось избежать общепромышленной проблемы заметного роста издержек на топливо в период сильных холодов зимы 2006 года. Для бесперебойной выработки электро- и теплоэнергии в условиях дефицита основного топлива - газа (на газ приходится 98% топливного баланса ТКК-8) Компания была вынуждена перейти на дорогостоящий мазут, что нашло свое негативное отражение в рентабельности. По итогам 2006 года рентабельность по EBITDA составила всего 2.4%. Кроме того, достаточно высокие издержки в 2006 году обусловлены значительными расходами эмитента по арендной плате за мощности, которые вошли в состав ТКК-8 только с 1 июня прошлого года. Учитывая, что в текущем году расходов по аренде генерирующих мощностей будет меньше (хотя полностью избавиться от них не удастся до приобретения активов ОАО «Кубанская генерирующая компания»), Компания планирует рост рентабельности по EBITDA до 4-5%. При этом выручка по итогам 2007 года ожидается на уровне порядка 16.8 млрд. руб.

По масштабам бизнеса эмитент довольно близок дебютировавшим в этом году на рынке ТКК-1, ТКК-6. При этом по кредитному качеству на их фоне ТКК-8 заметно проигрывает.

ЮГК – ТКК-8**Размещение:** 17 мая 2007**Объем:** 3.5 млрд. руб.**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (2 года)**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-4 приравнивается первому, остальные определяет эмитент**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе**Организатор:** ИК Капитал, Райффайзенбанк

в силу меньшей рентабельности (отсутствие гидрогенерации в структуре активов увеличивает зависимость компании от цен на сырьевые ресурсы) и более весомой долговой нагрузки. Соотношение долг/ЕБИТДА по итогам 2006 года у ТГК-8 было на уровне более 10, тогда как у ТГК-1 этот показатель был в пределах 2, а у ТГК-6 немногим более 4. Хотя 1.5 млрд. руб. из привлеченных от размещения облигаций будет направлено на рефинансирование текущих обязательств по кредитам, весомый кредитный портфель останется одной из главных характеристик Компании. Эмитент планирует к концу 2007 года сохранить объем кредитного портфеля в пределах 4.6 млрд. руб. (из которых 3.5 млрд. руб. будет приходиться на облигационный заем), завершив реструктуризацию и используя для финансирования инвестиций средства от доэмиссии акций, однако проблема довольно низкого качества покрытия долга останется для него актуальной – даже при реализации достаточно оптимистичных, на наш взгляд, планов по росту ЕБИТДА, соотношение долг/ЕБИТДА превысит 5.

Показатели территориальных генерирующих компаний в 2006 году.

| | ТГК-1 | ТГК-6 | ЮГК ТГК-8 |
|------------------------------|---------|----------|-----------|
| Электрическая мощность, МВт | 6 248,4 | 3 100,0 | 3 601,8 |
| Тепловая мощность, Гкал/ч | 14 735 | 11 200 | 13 433 |
| Финансовые показатели | | | |
| Выручка, млн. руб. | 20 503 | ~ 16 000 | 14 556 |
| ЕБИТДА, млн. руб. | 2 002 | 600 | 345 |
| ЕБИТДА margin | 10% | 4% | 2,4% |
| Долг, млн. руб. | 6 407 | 2 400 | 3 494 |
| Долг/ЕБИТДА | 3,2 | 4,0 | 10,1 |

Источник: Данные компаний

При позиционировании нового выпуска в качестве ориентира мы рассматриваем уже присутствующие на вторичном рынке и более близкие по дюрации бумаги ТГК-1. На 11 мая их доходность к оферте в марте 2010 составляла 7.84%. На наш взгляд, бумаги ТГК-1 торгуются со спрэдом к ОФЗ, соответствующим кредитному качеству эмитента (порядка 180 б.п.), и их ценовой апсайд возможен лишь в случае кардинальных перемен кредитного качества компании (переход на МСФО, присвоение рейтинга) либо прохождения листинга. Справедливую премию для выпуска ТГК-8 к спрэду бумаг ТГК-1, компенсирующую разницу в кредитном качестве двух генерирующих компаний, мы оцениваем на уровне не менее 50 б.п., т.е. справедливый, на наш взгляд спред ТГК-8 к ОФЗ составляет порядка 230 б.п. Учитывая, что в условиях сложившегося дефицита качественного предложения требования к премии за первичное размещение могут быть менее жесткими, чем обычно (в пределах 10 б.п.), интересный для участия в выпуске диапазон доходности к оферте через 2 года составляет, по нашим оценкам, составляет 8.3% - 8.4% годовых.

17 мая с трехлетним займом на 600 млн. руб. дебютирует ОАО «Челябэнерго». По выпуску предусмотрена оферта через 1 год.

ОАО «Челябэнерго» пополнит список присутствующих на долговом рынке распределительных сетевых компаний, специализирующихся на услугах по передаче и распределению электроэнергии, по присоединению к электрическим сетям, осуществляющих эксплуатацию и ремонт электрических сетей и т.д.

ОАО «Челябэнерго» находится под управлением ОАО «Межрегиональная распределительная компания Урала и Волги» (МРСК Урала и Волги). Основным акционером Челябинского является РАО ЕЭС, владеющее 49% УК.

Эмитент обслуживает территорию Челябинской области и является естественной монополией по передаче электроэнергии. Основные потребители услуг Компании – это промышленные предприятия области, их доля в структуре потребления составляет порядка 84%.

В течение 2006 года по сетям Челябинского было передано 22.5 млрд. кВт/ч (+ 19% к уровню 2005 года). Можно отметить, что Челябинская область является одним из самых динамичных по росту энергопотребления регионов (в 2006 году + 6.3%, против 4.6% в среднем по России). Увеличению полезного отпуска электроэнергии по сетям Челябинского в 2006 году во многом способствовал рост потребления со стороны предприятий металлур-

Челябэнерго

Размещение: 17 мая 2007

Объем: 600 млн. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 приравнивается первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Агропромкредит, ИК Капитал

гического комплекса и машиностроения широко представленных в регионе.

В 2006 году выручка ОАО «Челябэнерго» как сетевой компании (распределение по видам деятельности состоялось 31 января 2005 года) составила 5.3 млрд. руб., что на 23.2% больше, чем годом ранее. При этом рост издержек, обусловленный, главным образом, реализацией мероприятий по снижению потерь электроэнергии в сетях (Компании удалось снизить потери на 26% до 9.7%), не позволил обеспечить положительную динамику прибыли. В частности, согласно меморандуму, EBITDA снизилась почти вдвое с 815 млн. руб. до 434 млн. руб. и рентабельность по EBITDA уменьшилась с 18.9% до 8.2%. Среди факторов снижения EBITDA можно отметить также сокращение процентных расходов относительно 2005 года. Кроме того, свое негативное отражение в финансовых результатах 2006 года нашло списание нереальной к взысканию дебиторской задолженности в размере 302 млн. руб. В результате, Челябинэнерго закончило прошлый год без чистой прибыли. Надо отметить, что весомый портфель просроченной дебиторской задолженности является одной из главных проблем финансов Челябинэнерго. Учитывая, что при фактической задолженности в объеме 1.65 млрд. руб. более 1 млрд. руб. приходится на долю просроченной, возникают определенные опасения, что в 2007 году, Компания столкнется с необходимостью списания очередной порции нереальной к взысканию задолженности, что может негативно отразиться на итоговом финансовом результате.

Несмотря на отрицательную динамику прибыли, к «плюсам» Компании можно отнести достаточно консервативную долговую политику. В частности, по состоянию на 01 января 2007 года долг компании составлял всего 369 млн. руб., то есть соотношение долг/EBITDA было на уровне 0.85. Учитывая, что часть займа планируется направить на рефинансирование кредитного портфеля, а также тот факт, что для финансирования инвестиций эмитент планирует активно использовать собственные ресурсы, мы не прогнозируем существенного роста долга компании в течение года. При этом запланированное на текущий год повышение тарифов вкупе с увеличением масштабов передачи электроэнергии должно обеспечить рост оборотов Компании. Так, по итогам 2007 года Челябинэнерго ожидает выручку в размере 8.5 млрд. руб., а к 2011 году, после завершения инвестиционной программы объемом 4.6 млрд. руб. по строительству и реконструкции 25 объектов электросетевого хозяйства, эмитент планирует рост выручки до 14.3 млрд. руб.

Из присутствующих на долговом рынке распределительных сетевых компаний близкой эмитенту по кредитному качеству является ОАО «Екатеринбургская электросетевая компания», разместившая дебютные облигации 12 апреля с доходностью 8.93% годовых на три года, то есть со спрэдом к ОФЗ на уровне 290 б.п.

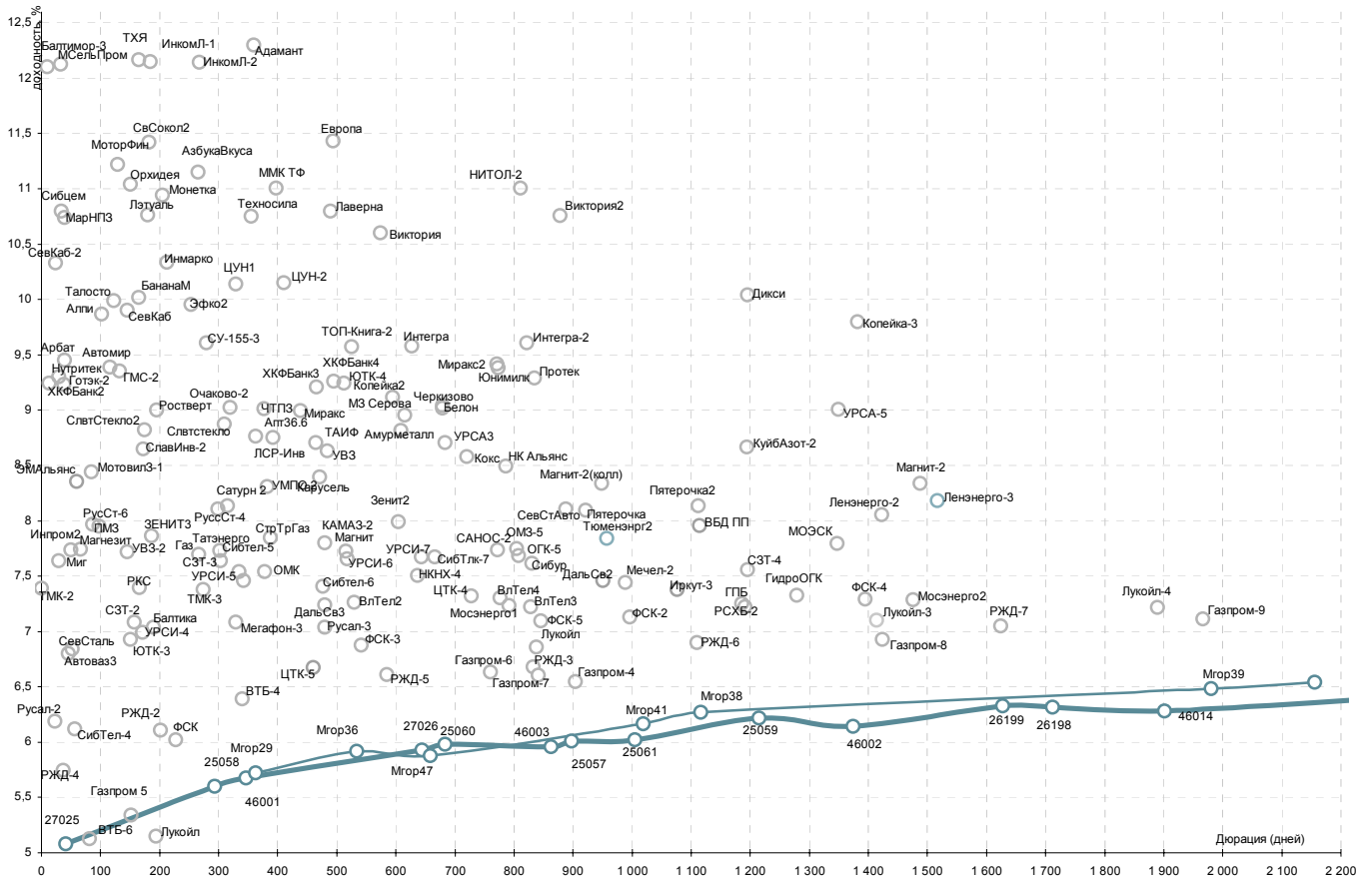
Финансовые показатели ЕЭСК и Челябинэнерго в 2006 году

| | Челябэнерго | ЕЭСК |
|--------------------|--------------------|-------------|
| | 2006 | 2006 |
| Выручка, млн. руб. | 5 318 | 5 074 |
| EBITDA, млн. руб. | 434 | 674 |
| EBITDA margin | 8,2% | 13,3% |
| Активы | 7 794 | 3 294 |
| Долг, млн. руб. | 369 | 108 |
| Долг/EBITDA | 0,85 | 0,16 |

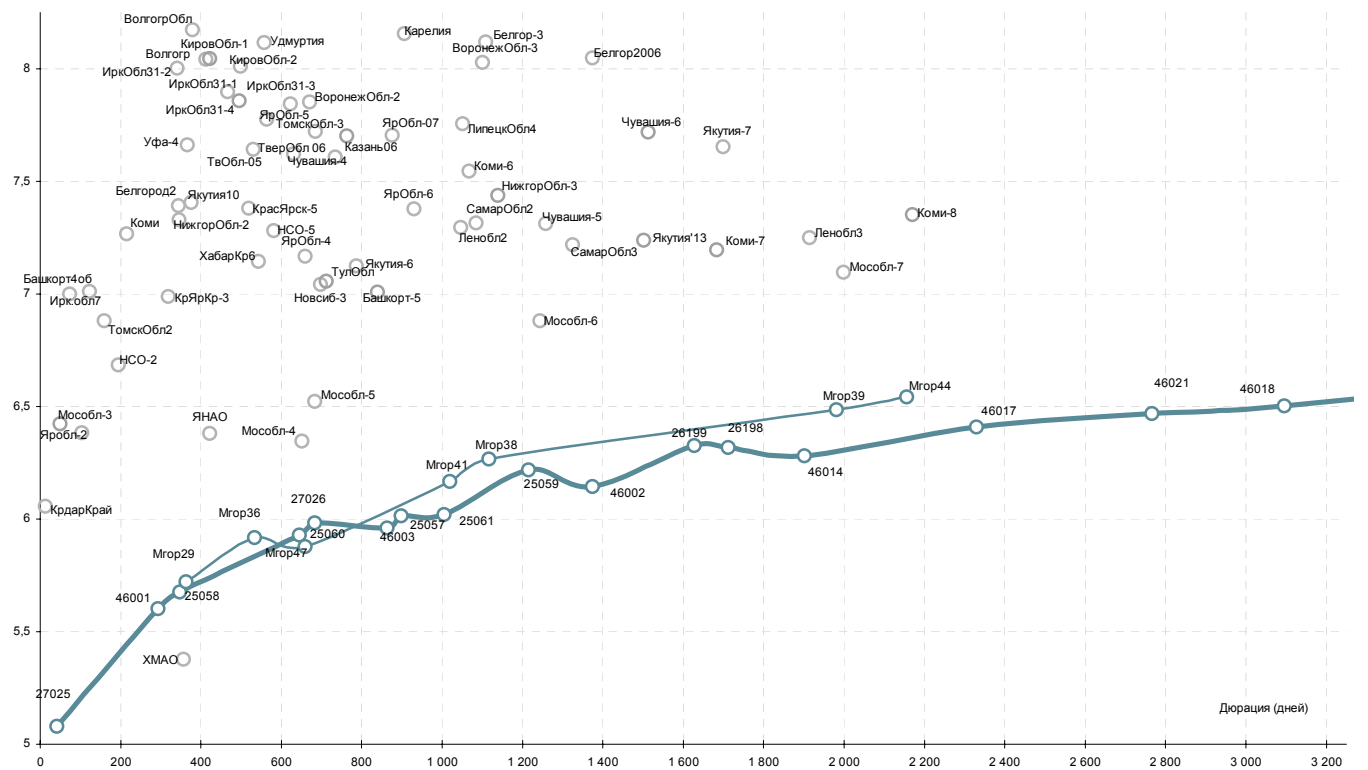
Источник: данные компаний

2006 год Челябинэнерго закончило с менее качественными, чем у ЕЭСК, финансами. Несмотря на существующие предпосылки укрепления финансового состояния Челябинэнерго в течение 2007 года, существуют опасения относительно обеспечения положительных итоговых финансовых результатов – мы не исключаем, что ввиду сохраняющейся проблемы весомого портфеля просроченной дебиторской задолженности, действуя по сценарию 2006 года, компания также может остаться без чистой прибыли. Исходя из этого справедливый спред Челябинэнерго к ОФЗ мы оцениваем в диапазоне 310 б.п. – 330 б.п. Кроме того, мы полагаем, что инвесторам должна быть обеспечена дополнительная премия в размере порядка 30 б.п. за возможную ограниченную ликвидность бумаг нового выпуска, обусловленную довольно скромными на фоне других компаний отрасли масштабами займа. Таким образом, с учетом годовой дюрации выпуска справедливую доходность облигаций Челябинэнерго-1 мы оцениваем на уровне 9.1% - 9.3% годовых.

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

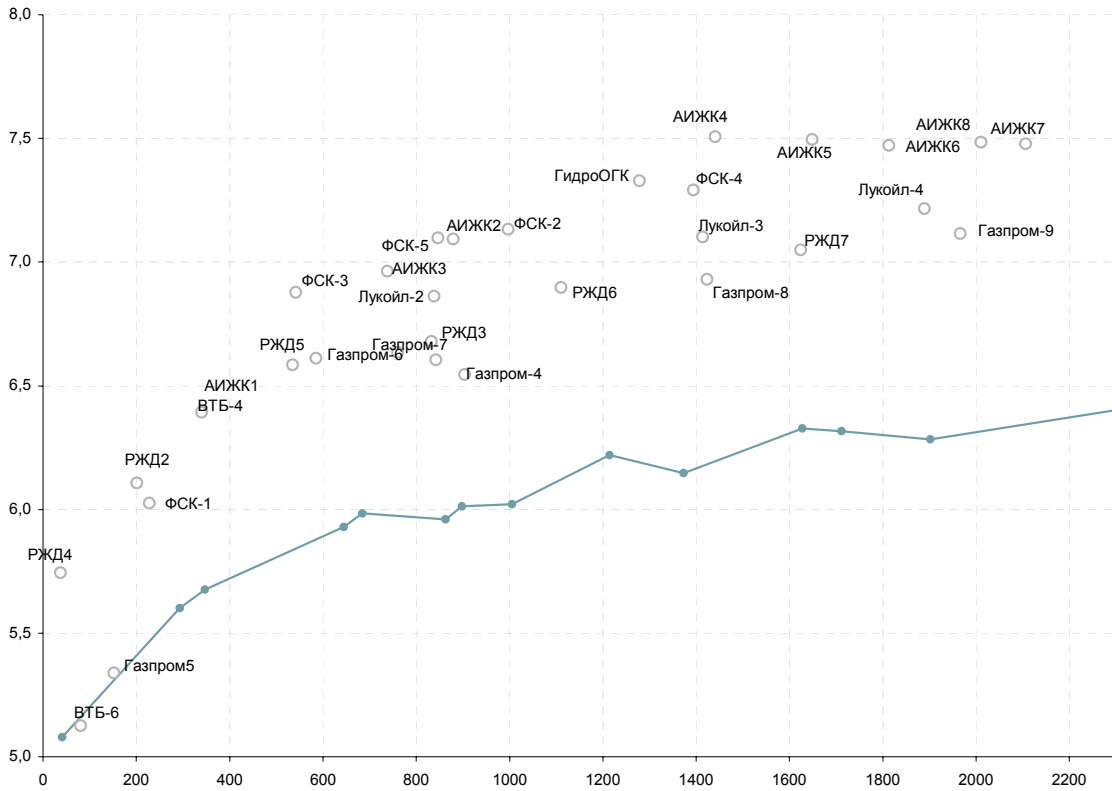


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

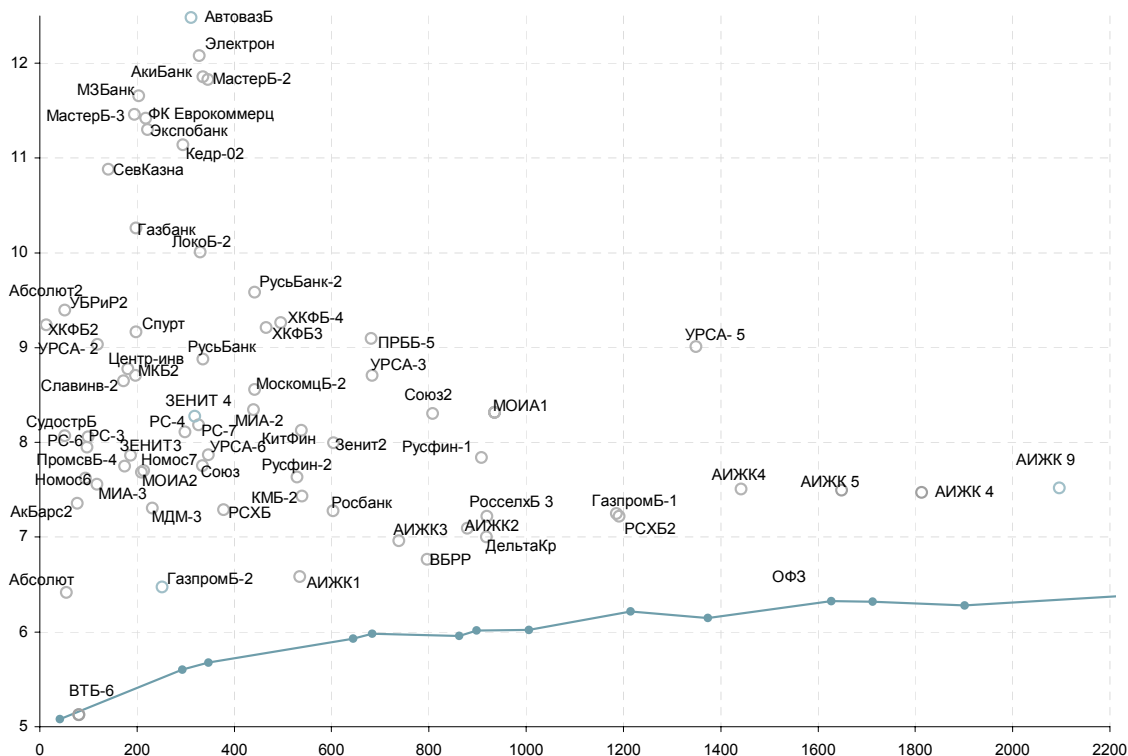


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

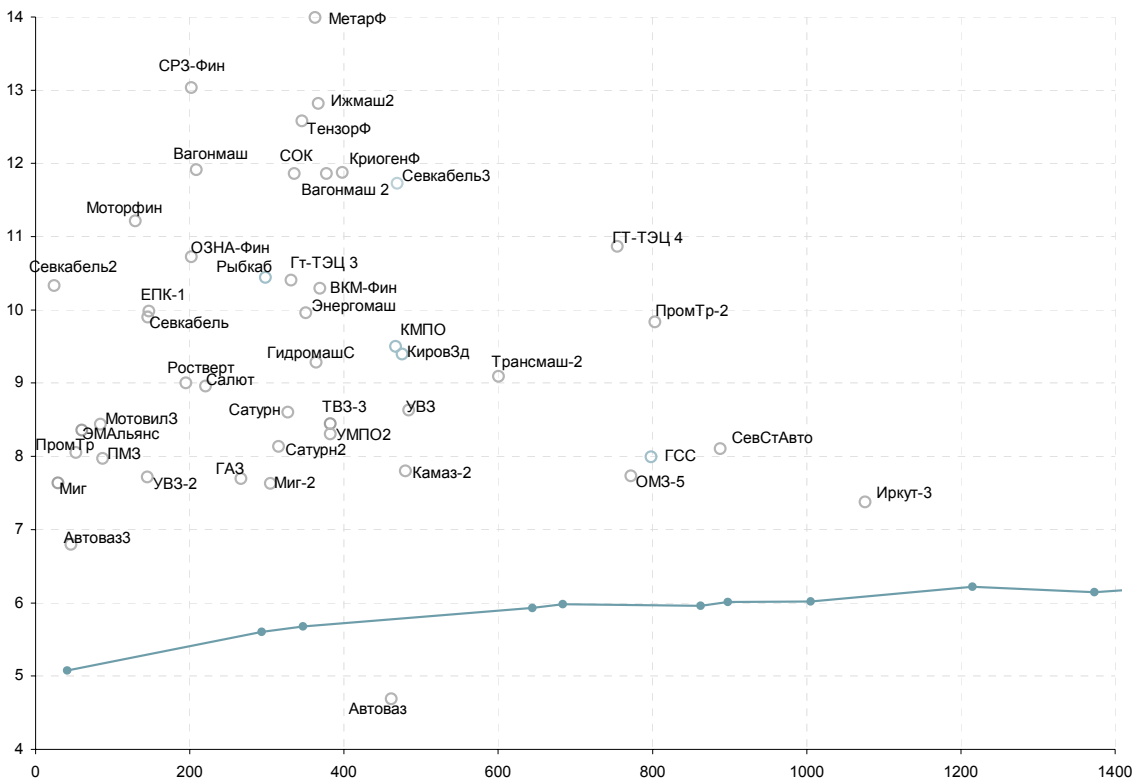
Blue chips



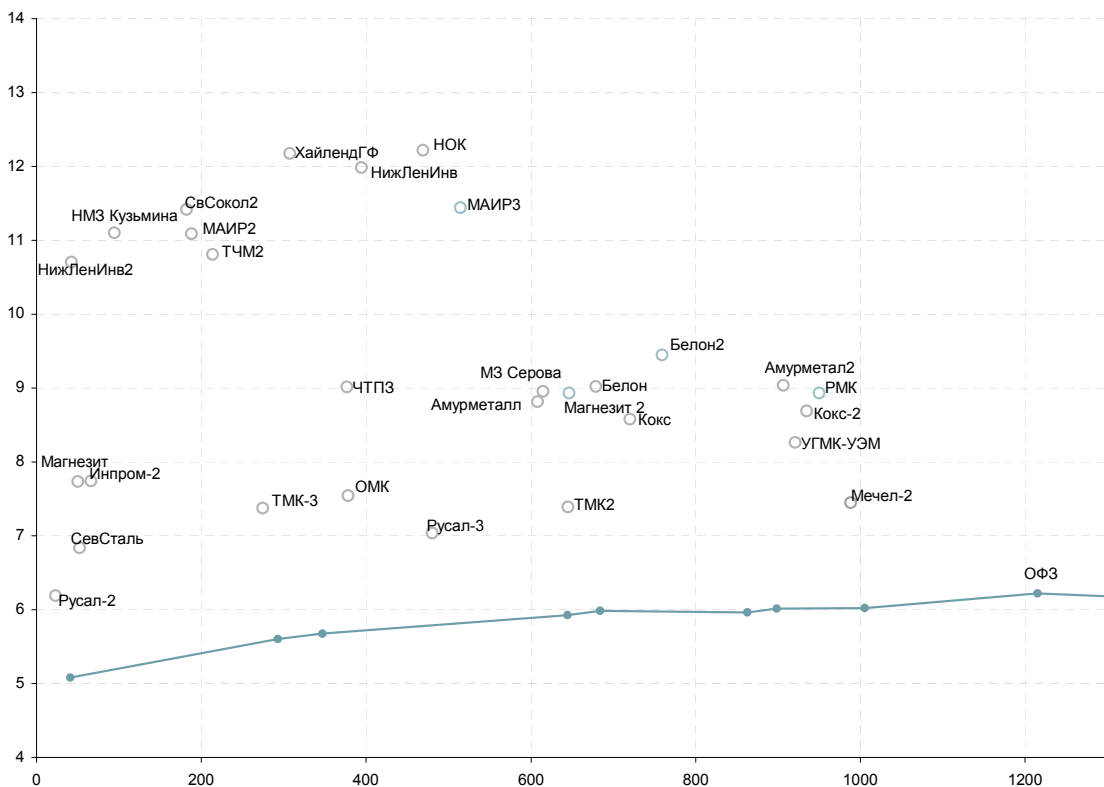
Банки, финансовые услуги



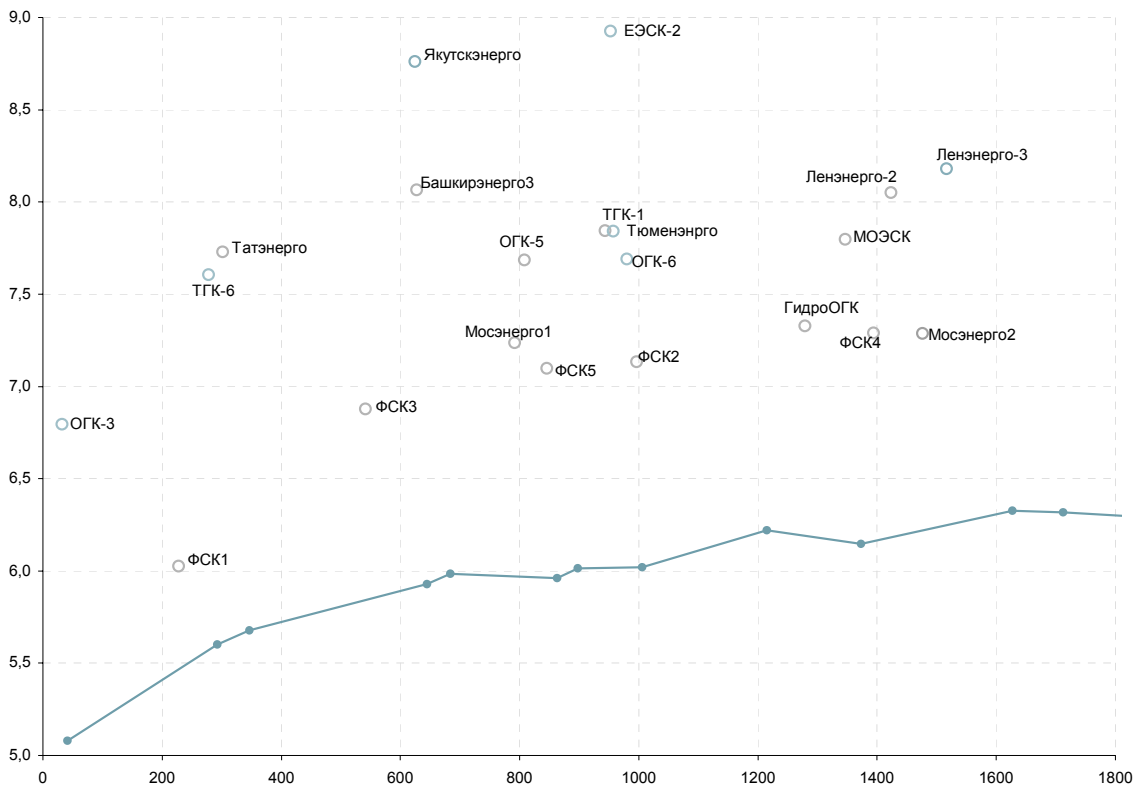
Машиностроение



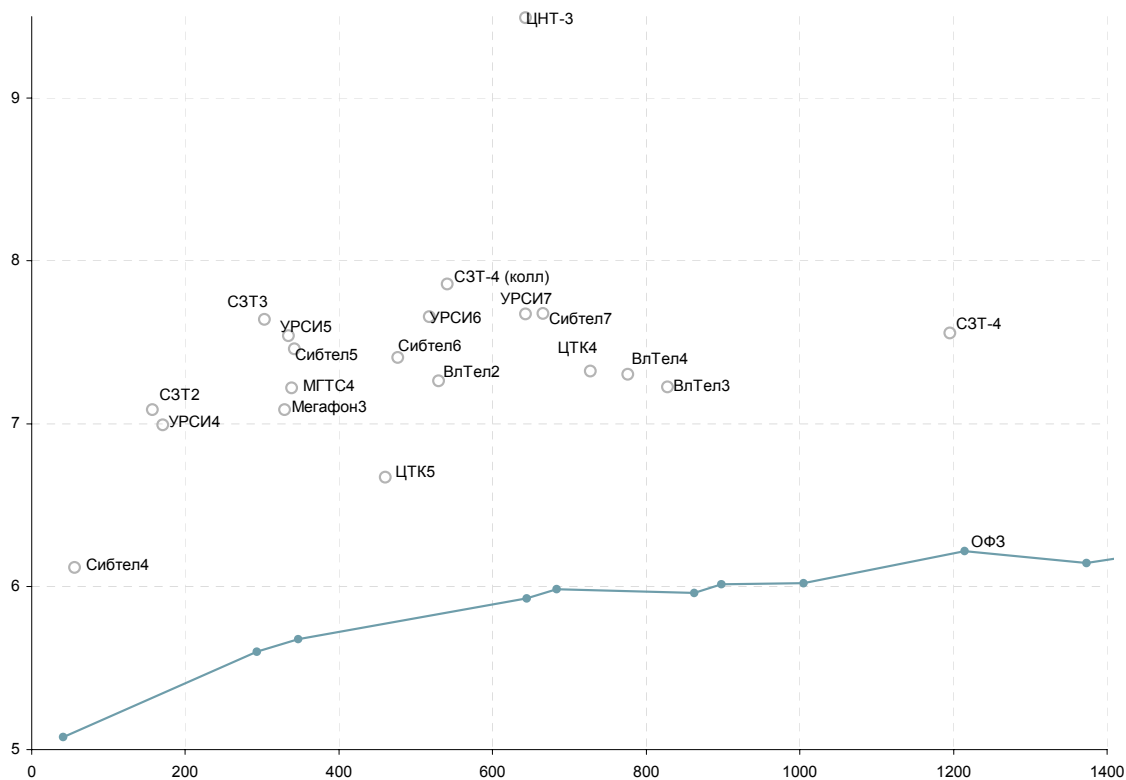
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



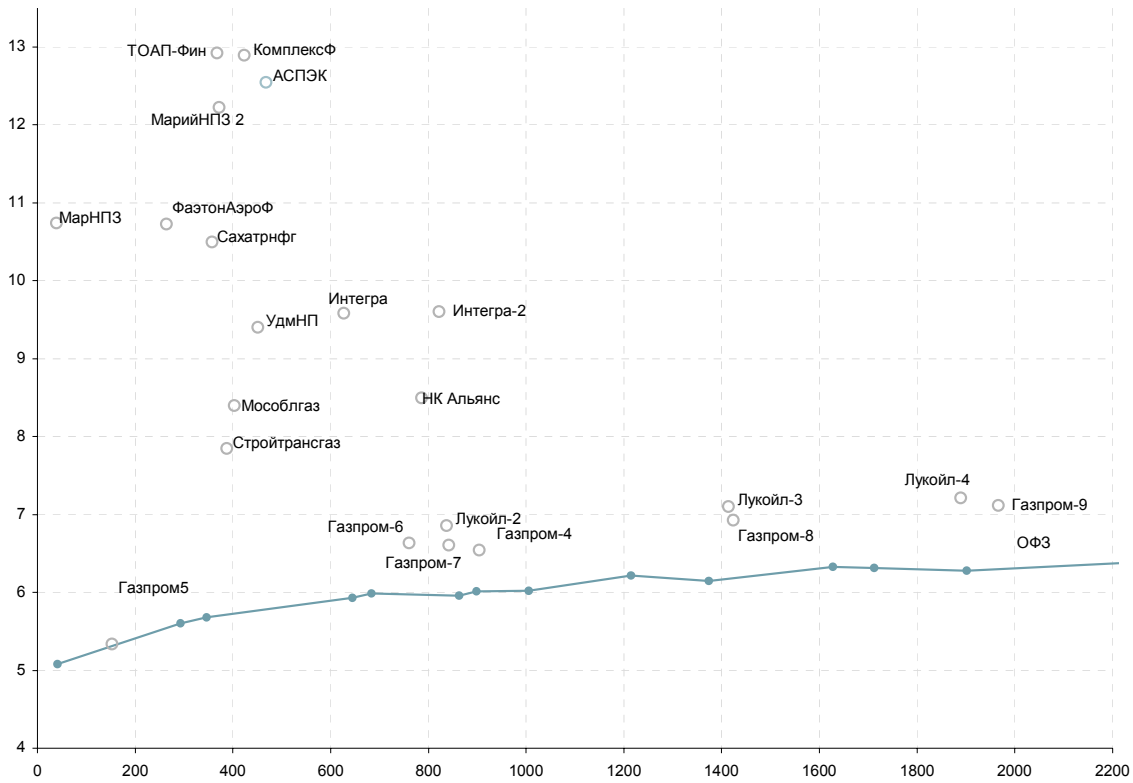
Энергетика



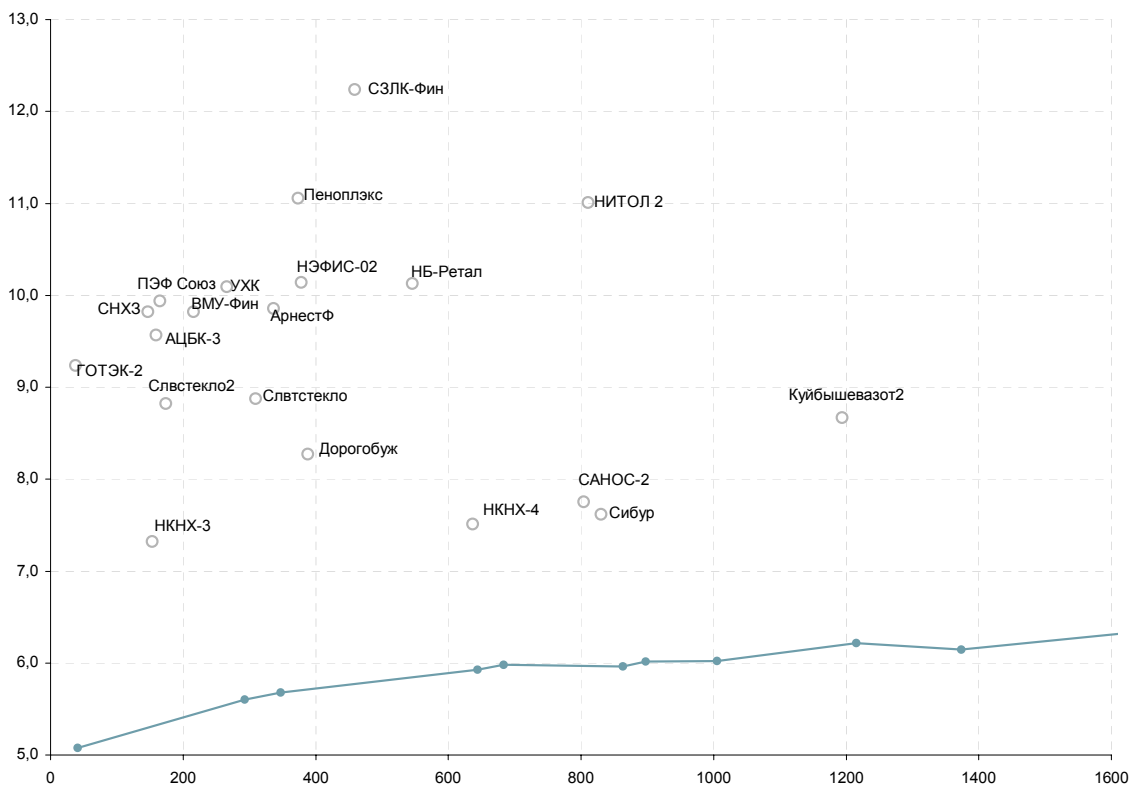
Телекомы



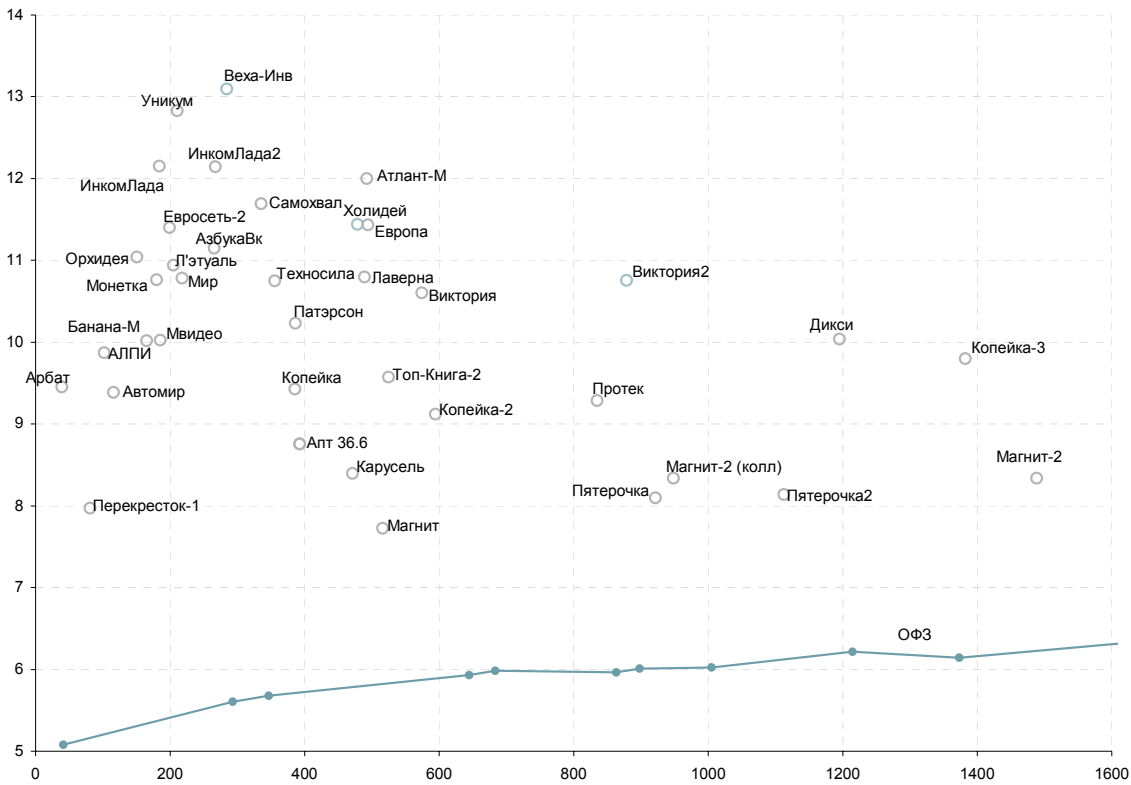
Нефтегазовая отрасль



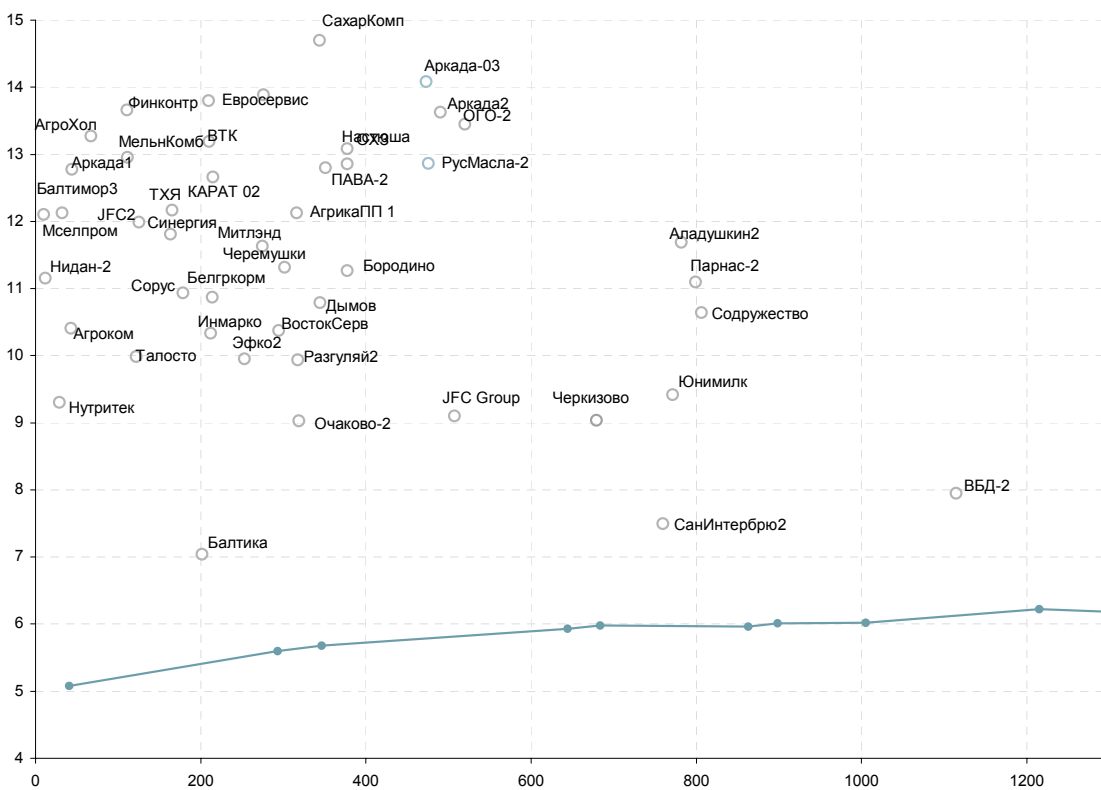
Химия и ЛПК



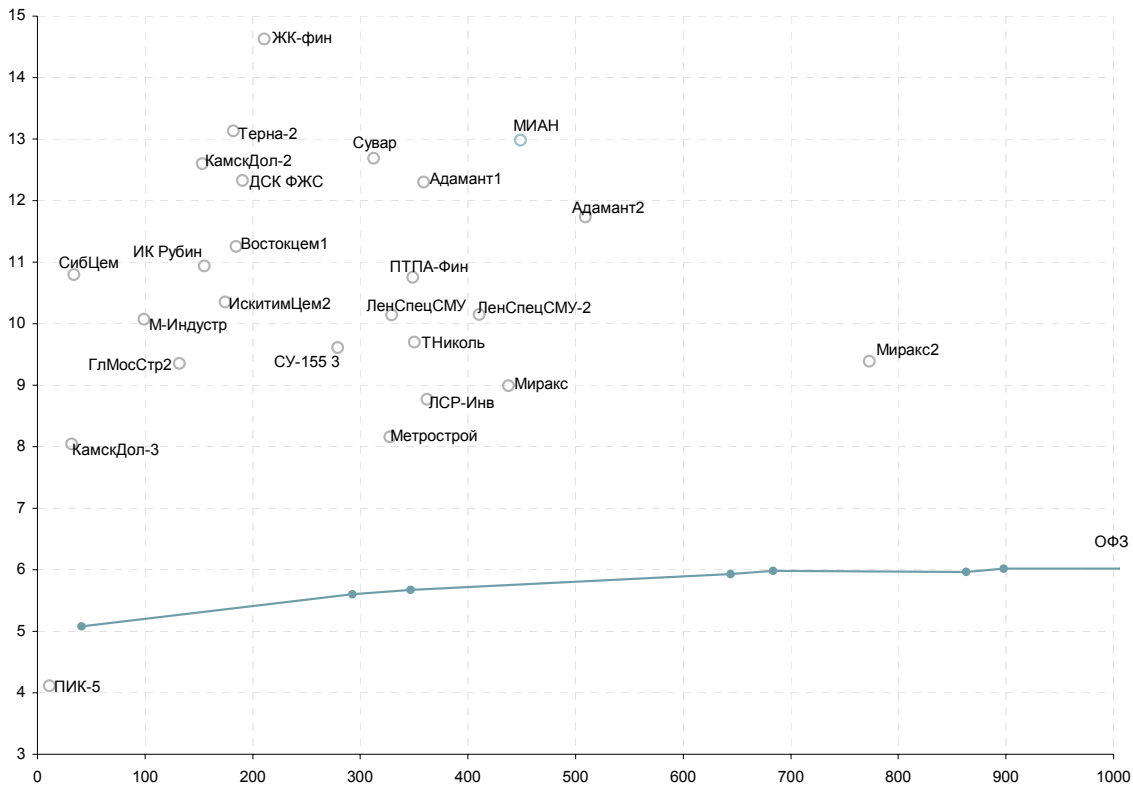
Ритейл



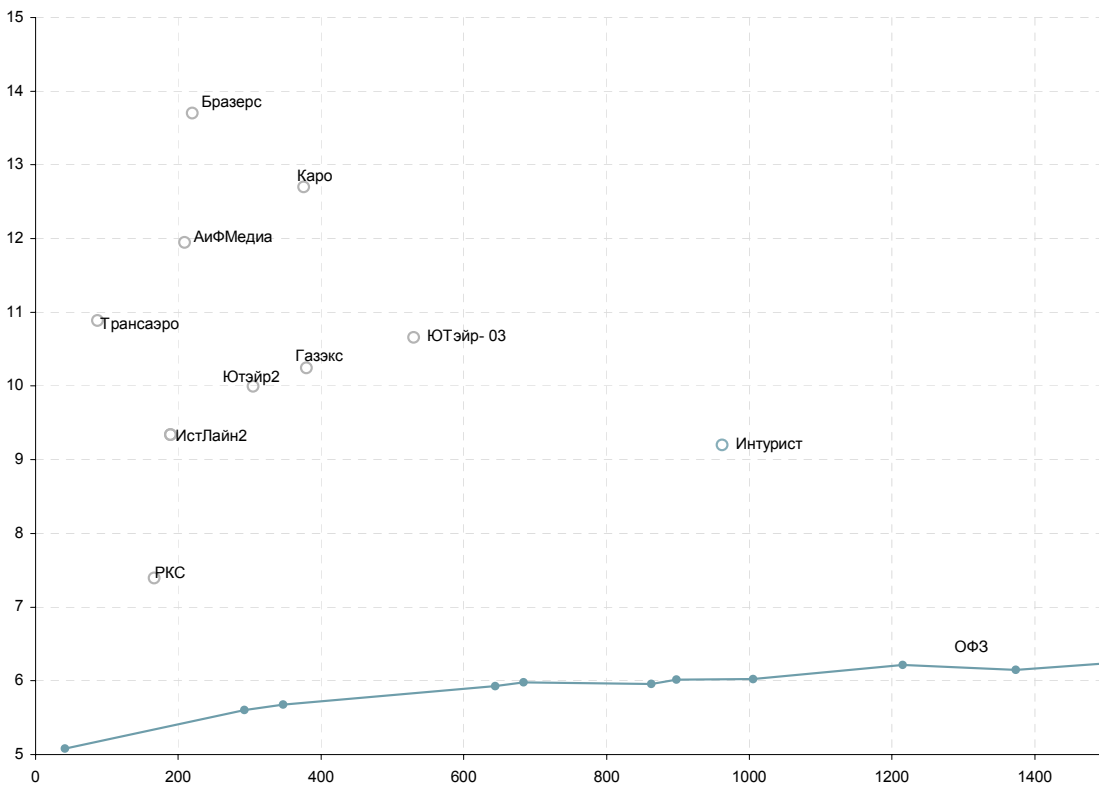
Пищевая промышленность и АПК



Строительство



Услуги



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

| | | |
|---|---------------------|------------------------------|
| Начальник Департамента | Роман Пивков | roman.pivkov@zenit.ru |
| Зам. Начальника Департамента | Кирилл Копелович | kopelovich@zenit.ru |
| Управление продаж | | sales@zenit.ru |
| Начальник управления | Константин Поспелов | konstantin.pospelov@zenit.ru |
| Зам. начальника | Алексей Третьяков | a.tretyakov@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Роман Попов | r.popov@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Дмитрий Елисеев | d.eliseev@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Алексей Баранчиков | a.baranchikov@zenit.ru |
| Валютные облигации | Светлана Агиевец | s.agievets@zenit.ru |
| Аналитическое управление | Акции | research@zenit.ru |
| | Облигации | firesearch@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Яков Яковлев | y.yakovlev@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Ольга Ефремова | o.efremova@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Наталья Толстошеина | n.tolstosheina@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Мария Сулима | m.sulima@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Даниил Иванов | daniil.ivanov@zenit.ru |
| Акции | Игорь Нуждин | i.nujdin@zenit.ru |
| Акции | Дмитрий Лукашов | d.lukashov@zenit.ru |
| Управление доверительного управления активами | | |
| Начальник управления | Сергей Матюшин | s.matyushin@zenit.ru |
| Брокерское обслуживание | Ирина Киреева | i.kireeva@zenit.ru |
| Брокерское обслуживание | Тимур Мухаметшин | t.mukhametshin@zenit.ru |
| Управление организации долгового финансирования | | ibcm@zenit.ru |
| Начальник управления | Валерий Голованов | v.golovanov@zenit.ru |
| Рублевые инструменты | Алексей Балашов | a.balashov@zenit.ru |
| Валютные инструменты | Антон Литвяков | a.lityakov@zenit.ru |

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.