

# Российские корпоративные облигации

19 февраля 2007г.

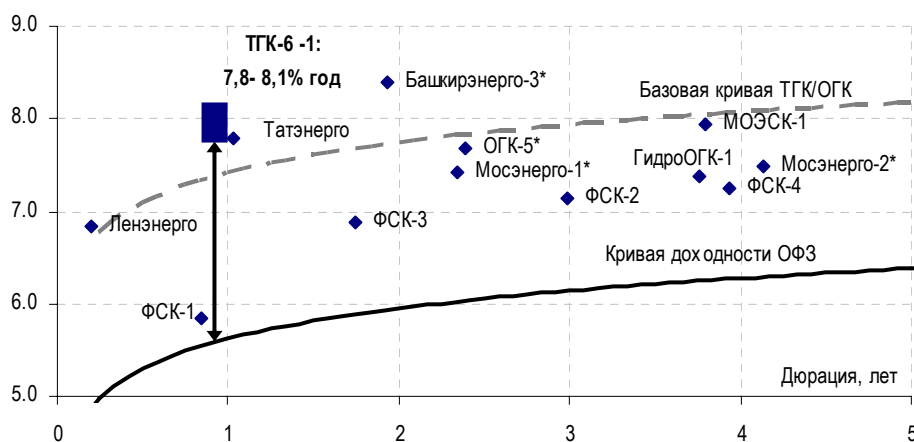
Специальное обозрение

## ТГК-6: Тепло и свет Нижнего Новгорода

- ОАО «ТГК-6» - территориальная генерирующая компания, созданная в 2005г. в рамках реформы РАО ЕЭС. ТГК-6 производит и поставляет электро- и теплоэнергию в Нижегородскую, Владимирскую, Ивановскую, Пензенскую области и Республику Мордовия. Объем установленных мощностей ТГК-6 составляет порядка 3,1 тыс. МВт., или порядка 2,3% от всей установленной мощности теплогенерации в РФ.
- РАО ЕЭС остается владельцем контрольного пакета акций ТГК-6 (после завершения реорганизации в марте 2007г. его доля снизится с 61,85% до 50,23%). После этого, в соответствии с планами РАО ЕЭС, доля монополии в ТГК-6 в ближайший год не изменится. Крупным миноритарным акционером (порядка 20%) является КЭС-Холдинг, управляющая компания энергетического бизнеса группы РЕНОВА.
- По итогам 2005г. выручка ТГК-6 составила около 13,5 млрд руб., EBITDA – около 2,1 млрд руб. (рентабельность EBITDA – около 16%). По предварительным данным за 2006г., выручка ТГК-6 составила 16 млрд руб., EBITDA – около 600 млн руб. (рентабельность EBITDA – около 4%). Существенное снижение EBITDA ТГК-6 в 2006 г. — результат аномально холодного 1 кв. 2006г. В условиях резкого роста потребления энергии и серьезных ограничений поставок газа генерирующие компании были вынуждены использовать более дорогое резервное топливо - мазут.
- Инвестиционная программа ТГК-6 достаточно консервативна. Общий объем запланированных инвестиций на ближайшие 2 года не превышает 5,5 млрд руб., при этом около 50% будет профинансировано за счет собственных средств. 1,2 млрд руб. из средств облигационного займа будет направлено на инвестиционные проекты.
- По состоянию на конец года финансовый долг компании составил 2,4 млрд руб. Таким образом, показатель долг/ EBITDA равен 3,9х. Исходя из текущих планов, по итогам 2007г. объем финансовой задолженности Компании не превысит 4 млрд руб. Таким образом, по прогнозам ТГК-6, показатель Долг/EBITDA по итогам 2007г. составит около 2,7х.

### Оценка доходности облигационного займа ТГК-6 1й серии на 16.02.2007

### Оценка справедливой доходности



- Мы оцениваем спрэд ТГК-6 к базовой кривой ТГК/ОГК в 30-60 б.п. и 210-240 б.п. к кривой ОФЗ при годовой оферте, что эквивалентно «справедливой» доходности ТГК-6 в 7,80-8,1% год., что соответствует купону в размере 7,55-7,85%.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Краткое описание эмитента

**ТГК-6 – одна из 14 территориальных генерирующих компаний, созданных в рамках реформы РАО ЕЭС**

ОАО «ТГК-6» - крупный межрегиональный энергетический холдинг, созданный в 2005г. на базе генерирующих мощностей Нижегородской, Владимирской, Ивановской, Пензенской областей и Республики Мордовия

ТГК-6 создана в рамках программы реформирования энергетики, которая, помимо прочего, предполагает разделение активов РАО ЕЭС в зависимости от видов деятельности (подробнее см. ниже). Так, активы в теплогенерации объединены в межрегиональные компании двух видов: генерирующие компании оптового рынка (оптовые генерирующие компании – ОГК) и территориальные генерирующие компании (ТГК). Планом реформы предусмотрено создание 6 ТеплоОГК и 14 ТГК.

**Мощность ТГК-6 составляет 2,3% от совокупной установленной мощности теплогенерации**

Объем установленных мощностей ТГК-6 составляет 3,1 тыс. МВт электрической мощности и 11,2 тыс. Гкал тепловой. На долю ТГК-6 приходится порядка 2,3% от всей установленной мощности теплогенерации России.

По итогам 9 мес. 2006г. консолидированная выручка компаний ТГК-6 составила порядка 10,2 млрд руб., предварительная выручка за 2006г. – 16,1 млрд руб.

**После реорганизации в марте 2007г. РАО ЕЭС сохранит контроль над ТГК-6**

1 марта 2007г. завершится процесс реформирования ТГК-6 и она начнет функционировать как единая операционная компания. Все генерирующие компании будут присоединены к ней и ликвидированы как независимые юридические лица. Таким образом, в 2007г. на ОАО «ТГК-6» будут консолидированы все активы и операционная деятельность.

После реорганизации РАО ЕЭС сохранит контроль над ТГК-6. Его доля составит 50,23%. После этого в ближайший год доля РАО ЕЭС в ТГК-6 не снизится.

## Корпоративная структура и акционеры

**До 1 марта 2007г. ОАО «ТГК-6» - холдинговая компания для генерирующих активов**

С конца 2005г. ОАО «ТГК-6» является холдинговой компанией группы ТГК-6. В результате ряда корпоративных процедур к середине 2006г. Компании удалось консолидировать контрольные пакеты (от 66% до 93,5%) акций региональных генерирующих и теплосетевых активов. Основные консолидируемые активы ТГК-6 на сегодня:

- ОАО «Нижегородская генерирующая компания»;
- ОАО «Владимирская генерирующая компания»;
- ОАО «Ивановская генерирующая компания»;
- ОАО «Пензенская генерирующая компания»;
- ОАО «Мордовская генерирующая компания»;
- ОАО «Мордовская теплосетевая компания».

**Уставный капитал ТГК-6 составляет 10,5 млрд руб.**

Для осуществления консолидации уставный капитал ОАО «ТГК-6» был увеличен до 10,5 млрд руб.

**С 1 марта 2007 ОАО «ТГК-6» - единая операционная компания**

В конце 2006г. было принято решение о реорганизации Холдинга и переводе компаний на единую акцию. По плану РАО ЕЭС, к 1 марта 2007г. ОАО «ТГК-6» станет единой операционной компанией. Соответственно, все генерирующие активы этих компаний будут отражаться напрямую на балансе ОАО «ТГК-6».

**Контрольный пакет ТГК-6 останется за РАО ЕЭС**

В настоящий момент акционерами ОАО «ТГК-6» являются: РАО ЕЭС (61,85%), Wilmington Investments Limited (9,89%), Prosperity Aurora Limited (10,16%), Protsvetaniye Holding Limited (5,38%). После реорганизации к 1 марта 2007г. предполагается, что доля РАО ЕЭС снизится до 50,23%, таким образом, энергетический холдинг сохранит контроль над ТГК-6.

**КЭС-Холдингу принадлежит около 20% акций ТГК-6**

По информации КЭС-Холдинга, он является конечным бенефициаром около 20% пакета акций ТГК-6. Помимо ТГК-6, КЭС-Холдинг контролирует стратегические пакеты

акций ТГК-5 и ТГК-9, а также участвует в капитале ОГК-2, ОГК-4. Выручка КЭС-Холдинга в 2005г. составила более 35 млрд руб., чистая прибыль – 596 млн руб. КЭС-Холдинг входит в группу РЕНОВА и управляет энергетическими активами группы.

## Реструктуризация энергетики (генерация)

**Ключевая задача реформы энергетики – привлечение в отрасль инвестиций во избежание энергодефицита**

Как известно, в настоящий момент энергетическая отрасль находится в процессе реформирования (более детальная информация приведена в специальном обзоре Райффайзенбанка «Российская электроэнергетика: да будет свет?!» от 11.10.2006г.). В настоящем обзоре мы более подробно остановимся на анализе реструктуризации генерирующих активов отрасли.

По уровню установленных мощностей и производству энергии Россия занимает 4-е место в мире после США, Китая и Японии. После экономического спада в 90-е, улучшение макроэкономической ситуации в стране и рост производства и потребления в начале этого десятилетия привели к существенному увеличению потребления электроэнергии (примерно на 1,8% в среднем в год в период с 1998 по 2005г.). В соответствии с данными, опубликованными РАО ЕЭС, за период январь-ноябрь 2006г. потребление электроэнергии увеличилось на 4,7%, что более чем в 2 раза превышает прогнозные значения на этот период.

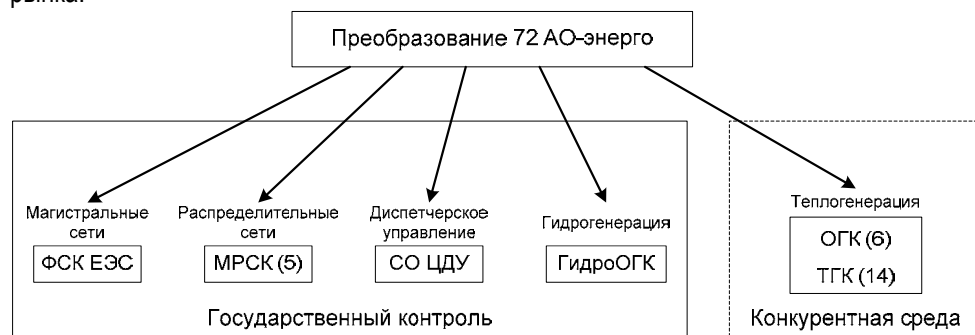
При этом высокая степень износа активов (более 50% генерирующих активов находятся в эксплуатации более 25 лет) и недостаток инвестиций в отрасль (как в строительство новых генерирующих мощностей, так и в модернизацию старых) делают угрозу дефицита электроэнергии в ближайшие годы вполне реальной. Таким образом, ключевой задачей реформы становится привлечение инвестиций в энергетику с целью недопущения энергодефицита.

**Разделение конкурентных и естественно-монопольных видов деятельности – основа реформы**

Основа реформы энергетики - разделение компаний по видам деятельности на конкурентные и естественно-монопольные. В соответствии с этим принципом из структуры АО-Энерго, РАО и его «дочек» выделяются отдельные компании, сформированные по направлениям деятельности:

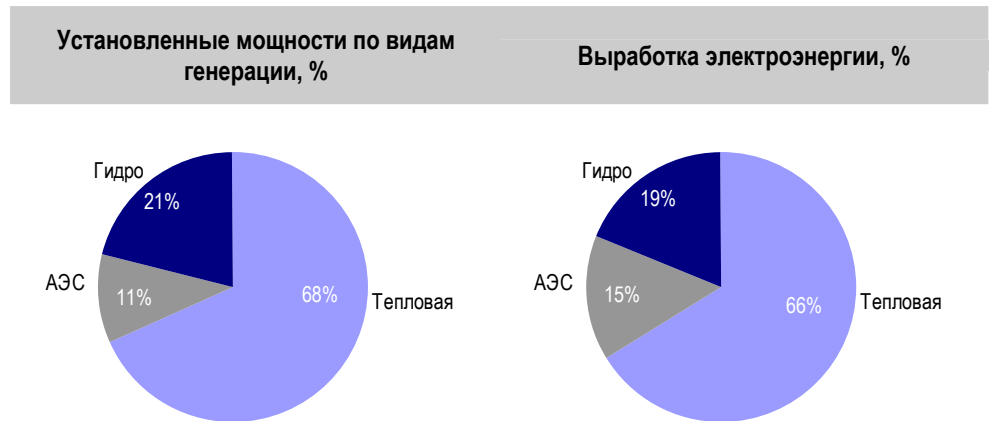
- генерация: ОГК и ТГК, а также независимые производители энергии;
- сбыт: региональные сбытовые компании;
- магистральные сети: компания по управлению Единой национальной энергетической сетью (ЕНЭС) – ОАО «ФСК РАО ЕЭС»; магистральные сетевые компании;
- распределительные сети: холдинг МРСК;
- управление энергосистемой и рынком энергии: ОАО «Системный Оператор – ЦДУ» и НП «Администратор торговой системы».

На следующем графике изображены основные субъекты нового энергетического рынка:



**Российская генерация является преимущественно тепловой**

Российская генерация является преимущественно тепловой, т.е. в составе электростанций большую часть составляют станции, вырабатывающие энергию за счет сжигания газа, мазута и угля.



Источник: РАО ЕЭС

**ТГК - основа региональных энергосистем, ОГК - основные игроки на федеральном оптовом рынке**

Основой региональных энергосистем являются ТГК (территориальные генерирующие компании). Они создаются по территориальному принципу путем реформирования региональных АО-Энерго и выделения из них генерирующих активов. В ходе реформы создается 14 ТГК (на данный момент зарегистрировано 13 из них).

Другим типом генерирующих компаний являются ОГК (оптовые генерирующие компании). Название оптовые означает, что они призваны стать основными участниками создаваемого оптового конкурентного рынка электроэнергии и мощности – НОРЭМ. Всего из структуры РАО выделяются 6 тепловых ОГК, основу которых составляют крупные тепловые электростанции (ТЭС). На данный момент все 6 тепло-ОГК сформированы.

В отличие от ТГК, при формировании ТеплоОГК был заложен принцип создания максимальной конкуренции на территориальных рынках: каждая из ТеплоОГК представляет собой объединение в рамках одного юридического лица нескольких электростанций, находящихся в разных регионах.

Помимо различий в принципах формирования, другим отличием ТГК от ОГК является их вовлеченность не только в рынок электроэнергии, но и в производство тепла. Станции, включаемые в ТГК, являются преимущественно теплофикационными, т.е. помимо электрической они способны производить и тепловую энергию в виде горячей воды или пара. В силу этой специфики ТГК в гораздо большей степени интегрированы в систему ЖКХ.

**С 2006г. начался инвестиционный этап реформы**

В 2006 году фактически начался инвестиционный этап реформирования отрасли. Учитывая, что изначально реформа ставила задачей создание конкурентной среды в сегменте генерации, одним из основных источников привлечения инвестиций для генерирующих компаний является размещение дополнительных акций среди портфельных и стратегических (в том числе зарубежных) инвесторов.

При этом привлечение инвестиций генерирующими компаниями будет осуществляться комплексно, с применением широкого спектра инструментов кредитов, выпусков облигаций, кредитных нот и др. Соотношение различных источников инвестиций для каждой конкретной компании будет определяться индивидуально, исходя из наиболее оптимальной структуры капитала.

Мероприятия по привлечению инвестиций будут проводиться в 2006-2008гг. Привлеченные финансовые ресурсы будут, в первую очередь, использоваться на реализацию перспективных инвестиционных проектов, связанных со строительством новых генерирующих мощностей, а также с модернизацией существующего оборудования с высокой степенью износа.

## Операционная деятельность

**Территориальная концентрация, близость к конечному потребителю, сочетание производства тепла и электроэнергии – основные преимущества ТГК**

**Наличие стратегического частного инвестора – позитивный фактор для ТГК-6**

**Нижегородская область – наиболее крупный и развитый из регионов присутствия ТГК-6**

**Регионы ТГК-6 энергодефицитны**

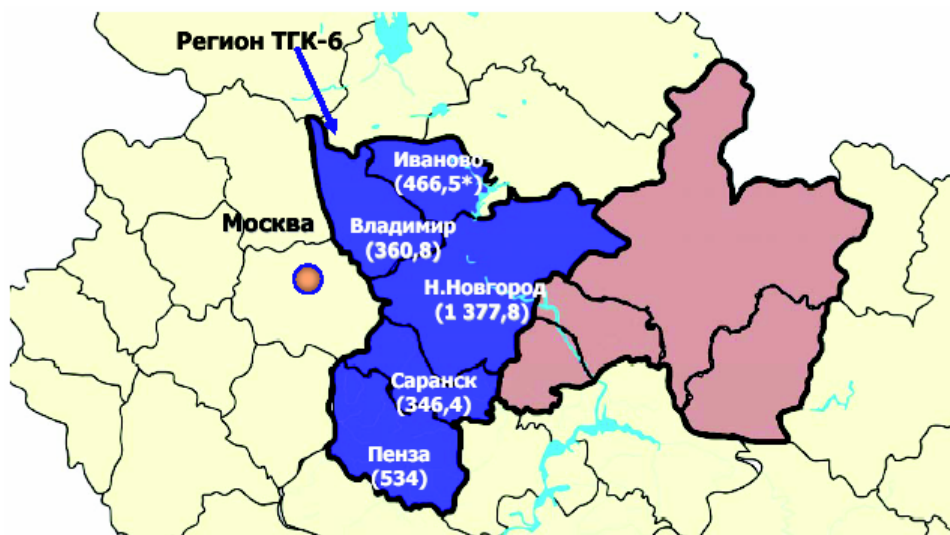
На ТГК-6 приходится порядка 2,3% от всей установленной мощности теплогенерации России. У ТГК есть следующие преимущества:

- 1) высокая территориальная концентрация активов;
- 2) сочетание выработки тепловой и электроэнергии;
- 3) расположение в центрах энергетических нагрузок, ближе к конечному потребителю и интеграция в сектор ЖКХ, что повышает социальную значимость компании для региона.

Позитивным фактором для ТГК-6 является наличие в акционерах КЭС-Холдинга, крупнейшего частного инвестора в российской энергетике. КЭС-Холдинг входит в группу РЕНОВА. КЭС-Холдинг имеет существенный опыт управления активами на розничном сегменте энергорынка (ЖКХ, газораспределение и пр.). Таким образом, концентрация активов на различных сегментах рынка (от генерации до розницы) у одного акционера дает существенный синергетический эффект.

В состав ТГК-6 входит 14 ТЭЦ, 1 ГРЭС, 3 котельных, расположенных в соседствующих Нижегородской, Владимирской, Ивановской, Пензенской областях и республике Мордовия. Этот регион генерирует около 3% совокупного валового регионального продукта России (по данным за 2004г.), при этом более половины приходится на Нижегородскую область. Нижегородская область является наиболее крупным и наиболее развитым из регионов присутствия ТГК-6 и имеет наибольший инвестиционный потенциал. Хотя область и не обладает существенными сырьевыми ресурсами, ее экономика развивается быстрыми темпами за счет обрабатывающей промышленности.

С точки зрения производства и потребления электроэнергии регион ТГК-6 является энергодефицитным (более 50%). Потребности восполняются за счет перебросок с соседних, более мощных станций.



Источник: ТГК-6, Райффайзенбанк, \* в скобках указана численность населения крупнейших городов

На долю Нижегородской генерирующей компании, с учетом мощностей Дзержинской ТЭЦ, приходится около 46% от общей величины производственных мощностей и объемов выработки электроэнергии ТГК-6 и порядка 40% - тепловой. Эти компании являются поручителем (Дзержинская ТЭЦ) и оферентом (Нижегородская генерирующая компания) по облигационному займу.

**Газ – основной вид топлива для большинства генерирующих компаний**

Как и большинство генерирующих компаний, станции ТГК-6, в основном, в качестве топлива используют газ. По итогам 2006г. его доля в топливном балансе компаний



Холдинга составила около 93%, в т.ч. на долю лимитного газа (т.е. газа в рамках установленных обязательных лимитов поставок в регион) приходится более 75%. Цены на лимитный газ регулируются Федеральной службой по тарифам. Остальная часть газа закупается по свободным ценам, как у Газпрома, так и у независимых поставщиков. Резервным видом топлива является мазут, однако, его использование при производстве энергии является крайне нерентабельным (себестоимость производства увеличивается вдвое).

**Регион ТГК-6 характеризуется дефицитом газа**

Особенностью регионов деятельности ТГК-6 является их удаленность от месторождений газа, что существенно увеличивает транспортную составляющую тарифа из-за необходимости его транспортировки на длинные расстояния. Кроме того, из-за перегруженности газопроводов регион характеризуется дефицитом газа.

**Затраты на топливо составляют до 70% в тарифе на электроэнергию**

Подавляющая часть энергии поставляется по фиксированным тарифам. Расчет тарифов осуществляется по методу экономически обоснованных затрат. В соответствии с этим методом, величина тарифа должна обеспечивать компании определенную норму валовой прибыли и дохода на инвестированный капитал. Стоимость газа учитывается при расчете энерготарифов.

**Рост себестоимости в 1 кв. 2006г. в условиях аномально холодной зимы привел к ухудшению результатов деятельности большинства генерирующих компаний**

В целом, затраты на топливо составляют около 70% от величины тарифа. При расчете тарифов на 2006 год ФСТ России использовали планируемые цены на топливо (газ, мазут, уголь), которые по факту существенно превысили прогнозы. Кроме того, аномально холодная зима 2006г. значительно изменила структуру топливного баланса. В условиях дефицита газа в 1 кв. 2006г. ТГК-6, как и большинство генерирующих компаний, существенно увеличила потребление мазута, что привело к росту себестоимости производства практически в 2 раза, что негативно сказалось на результатах деятельности (см. п. «Финансовое состояние»).

**Стратегия ТГК-6 направлена на развитие производства тепловой энергии**

Инвестиционная программа ТГК-6 достаточно консервативна. Основные инвестпроекты направлены на реконструкцию и замену устаревших мощностей новыми. Сроки реализации проектов не превышают 5 лет. Общая сумма инвестпрограммы на 3 года – 8,1 млрд руб.

Стратегией Компании на ближайшие годы предусматривается приоритет производства тепловой энергии над электрической. Это обусловлено рядом факторов:

- 1) Доля ТГК-6 в тепловом секторе более существенна – более 68% против 28% по электроэнергии.
- 2) Примерно равное соотношение производства тепловой и электрической энергии в выручке у ТГК-6 (у большинства других ТГК соотношение составляет 30%/70% в пользу электроэнергии).
- 3) ТГК-6 не имеет существенных конкурентных преимуществ на рынке электрогенерации ввиду малых мощностей, высокой себестоимости, а также наличия конкуренции со стороны более крупных генераторов (ГРЭС, АЭС).
- 4) ТЭЦ ТГК-6 находятся в центрах тепловых нагрузок и являются основным источником теплоснабжения в городах, что повышает социальную значимость компании. ТГК-6 обслуживает регион с суммарной численностью населения более 3 млн человек.

Таким образом, рынок тепловой энергии в перспективе является базовым рынком ТГК-6. Основными целями инвестиционной стратегии являются:

- 1) максимизация отпуска тепловой энергии от существующих ТЭЦ;
- 2) вытеснение неэффективных конкурентов с рынка теплоэнергии (отдельных котельных);
- 3) контроль отпуска т/э до конечных потребителей;
- 4) выход на новые рынки - участие в развитии малой генерации в узлах, где отсутствуют мощности ТЭЦ ТГК-6.

## Финансовое состояние

**Анализ отчетности  
большинства реформируемых  
компаний затруднен**

В настоящий момент оценка отчетности большинства реформируемых компаний энергетики существенно затруднена. Дело в том, что в процессе реорганизации РАО ЕЭС за последние 2 года было образовано около 260 новых компаний, а консолидация ряда активов не завершена до сих пор. Данные отчетности не всегда в полной мере отражают реальные результаты деятельности. С консолидацией компаний эта ситуация должна улучшиться.

Анализ финансового состояния Холдинга ТГК-6 построен на управленческих данных, предоставленных компаниями. Данные за 2005г. не очищены от внутригрупповых оборотов, которые по оценкам менеджмента, не превышают 8,5%. Консолидированные данные за 2006г. представляют собой предварительные оценки. С 1 марта 2007г. ТГК-6 станет единой операционной компанией, все дочерние компании будут полностью консолидированы в отчетность.

### Финансовые показатели ТГК-6 в 2005—2006гг.

	2005	2006*
Выручка, млн руб.	13 463	16 115
ЕБИТДА, млн руб.	2 147	600
Рентабельность по ЕБИТДА	15,9%	3,7%
Долг/ЕБИТДА	1,2х	3,9х
Чистая прибыль, млн руб.	523	-544
Чистая рентабельность	3,9%	-3,4%

*Источник: ТГК-6, оценки Райффайзенбанка, \*2006- предварительные данные*

**Ухудшение результатов  
деятельности в 2006г. – общая  
тенденция для большинства  
генерирующих компаний**

По итогам 2005г. выручка Компании составила 13,5 млрд руб., по предварительным данным за 2006г. – порядка 16,1 млрд руб. Прибыль ЕБИТДА составила около 600 млн руб. (рентабельность ЕБИТДА – около 3,7%). Данные показатели несколько ухудшились в сравнении с уровнем 2005г. Это объясняется рядом общих факторов, повлиявших на снижение эффективности большинства генерирующих компаний:

- 1) Необычно холодная зима 2006г. В результате большинство ТГК существенно превысили потребление газа и были вынуждены перейти на более дорогой мазут как резервное топливо. В случае с ТГК-6 это осложнилось дефицитом газа в регионе. В условиях холодной зимы все лимитные поставки газа были исчерпаны, а поставки газа по коммерческим ценам были ограничены неразвитостью трубопроводной системы региона и ее существенной загрузкой. Кроме того, имея обязательства только по поставкам лимитного газа, Газпрому выгоднее осуществлять поставки сверх него на экспорт, где цена в 6 раз выше.
- 2) Установленные ФСТ в начале 2006г. тарифы на электроэнергию рассчитывались исходя из прогнозных цен на топливо (газ, мазут, топливо), которые в реальности по итогам года существенно превзошли ожидаемые значения. Так, цены на мазут в 2006г. выросли в 2,6 раза.

**За 9 мес. 2006 убытки  
зафиксировали 2 из 6 ОГК и 9 из  
14 ТГК**

Следует отметить, что за 9 мес. 2006г. убытки зафиксировали большинство генерирующих компаний: 2 из 6 ОГК и 9 из 14 ТГК. Так, и у ТГК-6 при прибыли ЕБИТДА порядка 178 млн руб. (1,8%) по итогам 9 мес. 2006г. сформировался непокрытый убыток.

По данным ТГК-6, Компании удалось улучшить результаты деятельности по итогам 4кв. 2006г. в результате сезонного роста потребления и увеличения отпуска энергии. По прогнозам Компании, на 2007г., ЕБИТДА составит порядка 1,5 млрд руб.

**Долг/ЕБИТДА на конец 2006г.  
составляет 4х...**

По данным ТГК-6, кредитный портфель Холдинга на начало января составил 2,4 млрд руб. С учетом расчетных показателей ЕБИТДА, соотношение Долг/ЕБИТДА на

конец 2006г. должно составить около 4х.

Средства облигационного займа (около 0,8 млрд руб.) будут направлены на рефинансирование текущего кредитного портфеля, а также (1,2 млрд руб.) – на инвестиционные проекты.

*... а по итогам 2007г. уже 2,7х*

По итогам 2007г. объем финансовой задолженности Компании не превысит 4 млрд руб. Таким образом, по прогнозам ТГК-6, показатель Долг/ЕБИТДА по итогам 2007г. не превысит 2,7х.

В целом, как мы подчеркивали выше, анализ финансового состояния энергокомпаний в стадии реформирования не является полноценным. После того как ТГК-6 станет единой операционной компанией (с 1 марта 2007г.), на ней будет аккумулироваться вся выручка от реализации энергии, и она будет консолидировать все активы. Таким образом, финансовая отчетность по итогам 1 полугодия 2007г. будет в полной мере отражать реальные результаты деятельности Компании.

### **Оценка справедливой доходности**

*На рынке обращаются облигации нескольких вновь созданных компаний электроэнергетики*

В настоящий момент на рынке представлены выпуски новых компаний, сформированных в результате реформы энергетической отрасли: ГидроОГК (гидрогенерация), ОГК-5 (теплогенерация), ФСК ЕЭС (управление Единой Национальной Электрической Сетью), МОЭСК (распределительная сетевая компания) и пр. Выпуск облигаций ТГК-6 является первым предложением долга территориальных генерирующих компаний энергетики (без учета облигаций Мосэнерго, на чью доходность существенно влияет потенциальный контроль компании со стороны Газпрома).

Мы полагаем, что при оценке справедливой доходности облигаций любой территориальной генерирующей компании в целом, и в частности, ТГК-6, должны учитываться следующие фундаментальные факторы:

*ТГК по финансовым показателям уступают ОГК*

В целом большинство ТГК по финансовым показателям существенно уступают ОГК в силу ряда причин:

- их установленные мощности изначально гораздо меньше: ТГК призваны обслуживать потребности одного региона, а ОГК создавались изначально как объекты оптового рынка по вне-территориальному признаку. Соответственно, выручка ТГК меньше ОГК
- наличие у ТГК тепловой генерации, которая менее рентабельна (2-3% против 15% по ЕБИТДА у ОГК). Кроме того, производство тепла несет высокую социальную нагрузку и этот сектор энергетики более регулируем в сравнении с производством электроэнергии.

Однако при этом бизнес ТГК в любом случае остается прибыльным, учитывая государственное регулирование отрасли: при расчете тарифов на отпуск энергии закладывается определенная норма прибыли для генерирующих компаний.

Кроме того, определенное негативное влияние на финансовые показатели компаний оказывает тот факт, что отрасль находится в «переходном» состоянии. Не все компании отрасли сформированы, в их отчетности не всегда сразу и в полной мере отражаются происходящие изменения. Мы полагаем, что 2007г. станет первым годом полноценного функционирования большинства ТГК, в т.ч и ТГК-6, в качестве единых операционных компаний.



**Контроль РАО ЕЭС над генерирующими компаниями существенно уравнивает их кредитное качество**

На наш взгляд, аналогично компаниям Связьинвеста, контроль государственной монополии РАО ЕЭС над генерирующими компаниями фундаментально уравнивает доходности их облигаций. В настоящий момент РАО ЕЭС принимает решение по всем стратегическим вопросам развития ТГК и ОГК, утверждает их инвестиционные программы и пр.

Таким образом, основным дифференцирующим фактором становятся производственные и финансовые показатели той или иной компании. Мы полагаем, что спрэд базовой кривой доходностей облигаций генерирующих компаний должен составлять порядка 180 б.п. к кривой доходности ОФЗ. В зависимости от кредитного качества той или иной компании, доходности их облигаций должны лежать в пределах 150 б.п. от базовой кривой ТГК/ОГК.

**«Справедливая» доходность ТГК-6: 7,8-8,1%год**

Мы оцениваем спрэд ТГК-6 к базовой кривой ТГК/ОГК в 30-60 б.п. и 210 – 240 б.п. к кривой ОФЗ при годовой оферте, что эквивалентно «справедливой» доходности ТГК-6 в 7,8-8,1%год.

#### Доходность рублевых облигаций на 15 февраля 2007г.

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.
ОГК-5	7,68%	99,90	2,45	5 000	7,50%	158
ГидроОГК	7,37%	103,18	3,79	5 000	8,10%	108
Мосэнерго 2	7,50%	101,20	4,29	5 000	7,65%	115
ФСК ЕЭС	5,85%	102,50	0,85	5 000	8,80%	22
ФСК ЕЭС 2	7,15%	103,62	3,01	7 000	8,25%	95
ФСК ЕЭС 3	6,89%	100,55	1,77	7 000	7,10%	93
ФСК ЕЭС 4	7,26%	100,65	4,04	6 000	7,30%	94

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ООО «ТГК-6-Инвест»
Поручитель	ОАО «Дзержинская ТЭЦ»
Оференты	ОАО «ТГК-6» ОАО «Нижегородская генерирующая компания»
Номинал выпуска	2 млрд руб.
Организаторы	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» «НОМОС-БАНК» (ЗАО)
Предварительная дата размещения	Конец февраля 2007г.
Срок до погашения	5 лет
Срок до оферты	1 год
Купонный период	91 день
Использование средств	Средства планируется направить на: 1) развитие предприятий ТГК-6 (порядка 1,2 млрд руб.); 2) рефинансирование текущих банковских кредитов Группы (порядка 800 млн руб.)

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Начальник Казначейства**

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

## Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.