

# Российские корпоративные облигации

15 марта 2007г.

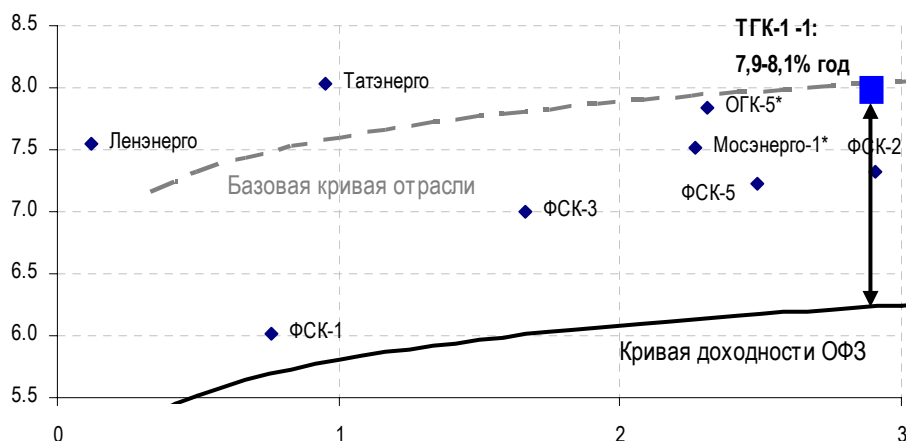
Специальное обозрение

## ТГК-1: Энергия и свет белых ночей

- ОАО «ТГК-1» - крупнейшая энергогенерирующая компания на Северо-Западе России и третья крупнейшая среди 14 территориальных генерирующих компаний. Установленная электрическая мощность компаний ТГК-1 составляет 6 248,4 МВт, тепловая мощность 14 735 Гкал/ч.
- Преимуществом ТГК-1 является наличие в структуре гидрогенерирующих станций (около 50% от установленных мощностей). Рентабельность гидрогенерации более чем в 3 раза превышает показатели тепловых станций, что будет позитивно сказываться на результатах компании по мере либерализации рынка.
- ТГК-1 является основным поставщиком тепла на Северо-Западе России. ТГК-1 на 48% обеспечивает теплом Санкт-Петербург и Ленинградскую область, второй по экономической и политической значимости регион РФ.
- Контрольный пакет акций ТГК-1 (55,7%) принадлежит PAO EЭС (рейтинг ВВ по шкале S&P). Стратегическим инвестором (25,7%) является крупнейшая энергетическая компания Скандинавии - Fortum Power and Heat Oy (рейтинг А- по шкале S&P). 51,2% акций Fortum принадлежит правительству Финляндии.
- В феврале 2007г. Совет директоров PAO EЭС одобрил размещение дополнительной эмиссии акций ТГК-1 в июле 2007г., в результате которого доля PAO EЭС в капитале ТГК-1 снизится с 55,7% до не менее 33,9%. ТГК-1 рассчитывает выручить от допэмиссии 32,4 млрд руб., которые будут направлены на реализацию инвестпроектов.
- Инвестиционная программа ТГК-1 на 2006-2015гг. составляет 132 млрд руб. В результате ее реализации к 2015г. ввод новых мощностей составит около 3,6 тыс. МВт. Планируется, что основными источниками финансирования инвестиций (около 91%) станут средства от размещения двух допэмиссий акций (в 2007г. и 2009г.), а также собственные средства ТГК-1. Порядка 9% инвестиций будет профинансировано за счет заемных средств, в т.ч. средств планируемого облигационного займа.
- По итогам 9 мес. 2006г. выручка ТГК-1 составила около 14 млрд руб., EBITDA – 1,6 млрд руб., рентабельность EBITDA -11% Долг/EBITDA - 2,7х. Мы прогнозируем постепенный рост рентабельности ТГК-1 по мере либерализации рынка электроэнергетики. По нашим расчетам, за счет роста цен на свободном рынке к 2009г. рентабельность EBITDA ТГК-1 может составить около 20%, что позитивно скажется на уровне долговой нагрузки. По нашим расчетам, в течение следующих 3 лет, долговая нагрузка не превысит 3х (Долг/EBITDA).

### Оценка доходности облигационного займа ТГК-1 1й серии на 14.03.2007

### Оценка справедливой доходности



- Поскольку ТГК-1 является одной из сильнейших ТГК, мы полагаем, что доходность ее облигаций не должна превышать доходности базовой кривой ТГК/ОГК.
- «Справедливая» доходность выпуска ТГК-1: 7,9-8,1%год, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в 160-180 б.п.

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Краткое описание эмитента

**ТГК-1 – крупнейшая энергогенерирующая компания на Северо-Западе России**

ОАО «ТГК-1» - крупнейшая энергогенерирующая компания на Северо-Западе России. На долю ТГК-1 приходится порядка 12% установленной мощности объединенной энергосистемы Северо-Запада. Установленная электрическая мощность ТГК-1 составляет 6 248,4 МВт, установленная тепловая мощность 14 735 Гкал, а протяженность тепловых сетей Компании превышает 860 км. По уровню установленной электрической мощности ТГК-1 занимает 3-е место среди 14 ТГК, уступая лишь Мосэнерго (ТГК-3) и Волжской ТГК (ТГК-7).

**Наличие существенного объема гидрогенерации – конкурентное преимущество ТГК-1**

Отличительной особенностью и конкурентным преимуществом ТГК-1 среди других ТГК является наличие более эффективных гидрогенерирующих мощностей (порядка 46% от общей суммы установленной мощности).

**ТГК-1 осуществляет деятельность в стратегических регионах с высокой инвестиционной привлекательностью**

Компания осуществляет деятельность в 4 субъектах Российской Федерации: Санкт-Петербурге, Республике Карелия, Ленинградской и Мурманской областях. Эти регионы характеризуются высокой инвестиционной привлекательностью и обладают большим потенциалом экономического роста. ТГК-1 также реализует электроэнергию на экспорт в соседние страны Скандинавии.

**ТГК-1 обеспечивает 48% тепла в Санкт-Петербурге и области**

Помимо производства электроэнергии ТГК-1 является основным поставщиком тепла в регионах деятельности. ТГК-1 на 48% обеспечивает теплом Санкт-Петербург, второй по экономической и политической значимости субъект Российской Федерации. Доля Компании на рынке тепла Карелии превышает 80%.

**ТГК-1 одной из первых проведет IPO**

ТГК-1 станет одной из первых среди генерирующих компаний, которая осуществит публичное размещение акций (IPO). После планируемой дополнительной эмиссии акций в июле 2007г. доля РАО ЕЭС в ТГК-1 снизится до 33,9%. В настоящий момент доля РАО ЕЭС составляет 55,7%. Fortum Power and Heat Oy, крупнейшая энергетическая компания Скандинавии, владеет стратегическим пакетом в 25,7%. По итогам IPO ТГК-1 намерена привлечь порядка 32 млрд руб. для финансирования масштабной инвестиционной программы.

## История создания и акционеры

**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.). Ключевая задача реформы - 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».

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

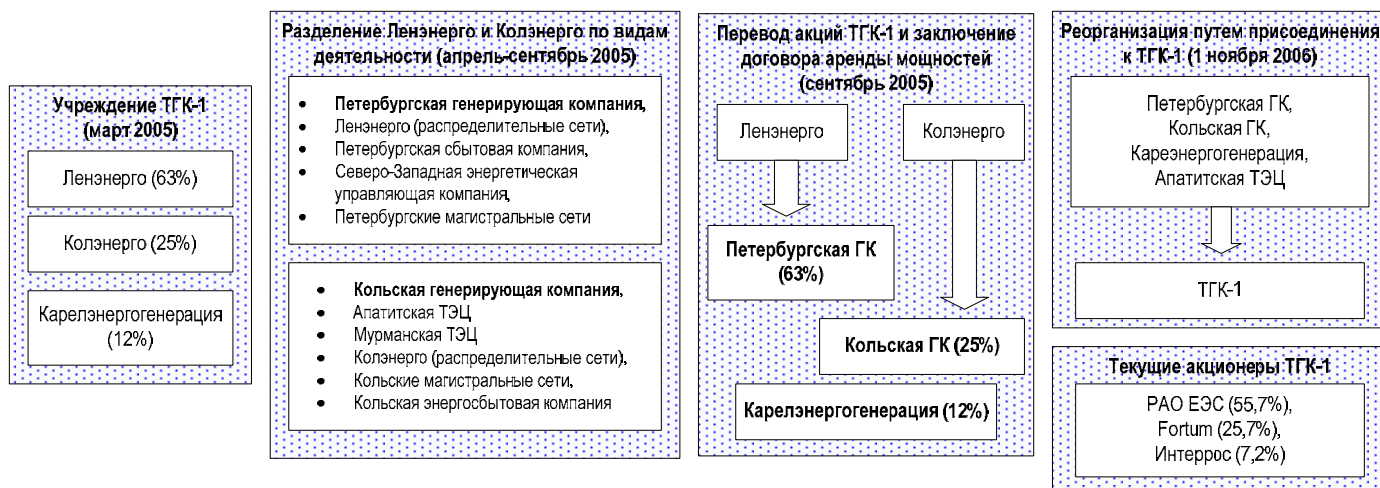
Основой региональных энергосистем являются ТГК (территориальные генерирующие компании). Они создаются по территориальному принципу путем реформирования региональных АО-Энерго и выделения из них генерирующих активов. В ходе реформы создается 14 ТГК (на данный момент зарегистрировано 13 из них).

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.

ТГК-1 была учреждена в марте 2005г. Первоначально учредителями Компании стали Ленэнерго, Колэнерго и Карелэнергогенерация. Позднее в этом же году произошло разделение Ленэнерго и Колэнерго по видам деятельности. Выделенные генерирующие компании – Петербургская и Кольская – стали новыми владельцами пакетов акций ТГК-1, ранее принадлежавших Ленэнерго и Колэнерго, соответственно. Карелэнергогенерация была выделена из состава Карелэнерго до учреждения ТГК-1, таким образом, эта компания сохранила за собой изначальный пакет акций ТГК-1.

**С ноября 2006г. ТГК-1 функционирует как единая операционная компания**

В октябре 2005г. ТГК-1 начала осуществлять операционную деятельность на основе схемы аренды генерирующих мощностей компаний-акционеров. 1 ноября 2006г. произошла реорганизации Карелэнергогенерации, Кольской и Петербургской генерирующих компаний, а также Апатитской ТЭЦ путем присоединения к ТГК-1. Их активы были переведены на баланс ТГК-1 и компания начала функционировать как единая операционная компания. В апреле 2007г. планируется присоединить Мурманскую ТЭЦ.



**Основными акционерами ТГК-1 являются PAO EЭС и Fortum**

В настоящий момент контрольный пакет ТГК-1 (55,7%) принадлежит PAO EЭС (рейтинг BB по шкале S&P). Стратегическим инвестором (25,7%) является крупнейшая энергетическая компания Скандинавии - Fortum Power and Heat Oy (рейтинг A- по шкале S&P). 51,2% акций Fortum принадлежит правительству Финляндии. Выручка Fortum за 2006г. - 4,5 млрд евро, EBITDA – порядка 1,9 млрд евро, активы – 16,8 млрд евро.

**Интеррос владеет 7,2% акций ТГК-1**

Пакетом в 7,2% владеет Холдинг Интеррос, одна из крупнейших частных инвестиционных компаний России с активами более 15 млрд долл. Основными активами Холдинга являются ГМК Норильский Никель, Полюс Золото, Росбанк и пр.

**ТГК-1 одной из первых среди генерирующих компаний проведет IPO**

ТГК-1 одной из первых среди генерирующих компаний отрасли осуществит IPO. После планируемой дополнительной эмиссии акций в июле 2007г. доля PAO EЭС в ТГК-1 снизится до 33,9%. Размещение пройдет по открытой подписке, при этом Fortum планирует сохранить за собой пакет не менее блокирующего. Средства, полученные от проведения IPO (порядка 32,4 млрд руб.) планируется направить на реализацию масштабной инвестиционной программы Компании.

## Операционная деятельность

*ТГК-1 работает в регионах с высокими темпами экономического роста*

55 электростанций ТГК-1 расположены в 4 крупнейших регионах Северо-Запада России: Санкт-Петербурге, Ленинградской области, Республике Карелия и Мурманской области. Эти регионы характеризуются высокими темпами экономического роста и, соответственно, ростом спроса на электроэнергию. ТГК-1 является крупнейшим поставщиком тепла и электроэнергии в Северо-Западном регионе. ТГК-1 на 48% обеспечивает теплом Санкт-Петербург и Ленинградскую область, второй по экономической и политической значимости регион Российской Федерации. Доля Компании на рынке тепла Карелии превышает 80%.

*Санкт-Петербург занимает 1е место в рейтинге инвестиционной привлекательности регионов России*

Санкт-Петербург является вторым крупнейшим промышленным центром России. Все ведущие рейтинговые агентства высоко оценивают инвестиционный потенциал города. Рейтинг Санкт-Петербурга по шкале Standard&Poor's – BBB-, Moody's – Baa2, Fitch –BBB-В 2005 году Санкт-Петербург занял первое место в рейтинге инвестиционной привлекательности регионов Российской Федерации по критерию минимального интегрального риска инвестирования.

В городе создается основа для динамичного развития экономики: введены налоговые льготы для предприятий, осуществляющих капитальные вложения, определены условия предоставления государственных гарантий города и пр.

Общий объем инвестиций по стратегическим проектам составляет порядка 10 млрд долларов США. Крупнейшими инвестиционными проектами города на данный момент являются:

- автомагистраль «Западный скоростной диаметр» (более 2 млрд долл.);
- комплекс «Балтийская жемчужина» (1,3 млрд долл.);
- завод по производству автомобилей Nissan (200 млн долл.);
- завод по производству автомобилей Toyota (100 млн долл.);

*Инвестпрограмма ТГК-1 направлена на увеличение мощностей для удовлетворения растущего спроса на энергию*

Все эти объекты в ближайшем будущем станут крупными потребителями электроэнергии. При этом уже сейчас резерв электромощности в регионе крайне мал. Во избежание дефицита мощностей и возможных перебоев в энергоснабжении региона ТГК-1 совместно с РАО ЕЭС разработала долгосрочную инвестиционную программу до 2015г. (см. ниже), направленную на увеличение генерирующих мощностей и усиление надежности функционирования энергосистемы. Планируемая мощность новых вводов составит 3,6 ГВт.

Другие крупные региональные электростанции, в частности ЛАЭС (4ГВт) и Кольская АЭС (880 МВт) в ближайшие 2-3 года не планируют наращивать мощности.

*ГЭС составляют 46% от установленной мощности ТГК-1*

В состав производственных мощностей ТГК-1 входят 12 ТЭЦ, 9 каскадов ГЭС, 2 изолированные ГЭС, а также одна дизельная электростанция. Преимуществом ТГК-1 над большинством ТГК является наличие в структуре мощностей более эффективных гидроэлектростанций, которые составляют порядка 46% от общей установленной мощности ТГК-1. 75% гидрогенерирующих мощностей расположено в Карелии и Мурманской области.

*Гидрогенерация - один из наиболее эффективных видов генерации*

Гидроэнергетика является одним из наиболее эффективных направлений электроэнергетики. В структуре затрат гидроэлектростанций основную часть составляют амортизация (порядка 20%), затраты на ремонт (15%) и затраты, связанные с использованием воды, в т.ч. водный налог (порядка 24%). Себестоимость у ГЭС существенно ниже, чем у теплогенерирующих компаний, соответственно, и рентабельность выше. Так, например, рентабельность EBITDA ГидроОГК, крупнейшей гидрогенерирующей компании России, превышает 45%, тогда как средний показатель в тепловой генерации составляет 10-15%.

Из всех существующих типов электростанций именно ГЭС являются наиболее маневренными и способны при необходимости существенно увеличить объемы выработки в считанные минуты, покрывая пиковые нагрузки. Для тепловых станций этот показатель измеряется часами, а для атомных – целыми сутками.

**Тепловые станции работают преимущественно на газе**

Тепловые станции ТГК-1 в основном работают на газе, его доля в топливном балансе компании превышает 96%. Петербургрегионгаз, дочерняя компания Газпрома, является основным поставщиком газа для станций ТГК-1. Поставки газа осуществляются в рамках ежегодно устанавливаемых лимитов на регион.

Цены на лимитный газ фиксированы и учитываются при расчете тарифов на электроэнергию. В случае превышения объема лимита, генерирующие компании закупают сверхлимитный газ, как у Газпрома, так и у независимых производителей, но уже по более высоким ценам.

Мазут является резервным топливом, его широкое использование ограничивается высокими производственными затратами: использование мазута в 2 раза увеличивает себестоимость производства электроэнергии. В 1 кв. 2006г. в условиях аномально холодной зимы и дефицита газа большинство генерирующих компаний были вынуждены перейти на мазут, что существенно ухудшило их финансовые результаты.

**Порядка 5% энергии экспортируется**

Производимая электроэнергия реализуется на оптовом рынке – НОРЭМ, а также экспортируется в Финляндию и Норвегию. Доля экспорта составляет порядка 5%, при этом экспортные цены примерно в 1,5 раза превышают цены российского оптового рынка электроэнергии. Крупнейшим покупателем является акционер ТГК-1 компания Fortum.

**К 2011г. рынок электроэнергии будет полностью либерализован**

В настоящий момент доля энергии, продаваемой по нерегулируемым ценам (рынок на сутки вперед, РСВ), составляет 5%, а 95% электроэнергии реализуется по регулируемым договорам. В соответствии с текущим планом либерализации рынка, доля РСВ с 1.07.2007 увеличится до 10%, к концу 2008г.- до 25%, к концу 2009г. – до 50%, к концу 2010 – до 80%. С 2011г. вся энергия будет продаваться по свободным ценам.

В соответствии с планами Правительства, реформирования рынка газа привязано к реформе электроэнергетики. К 2011г. внутренние цены на газ будут плавно доведены до уровня экспортных цен. Таким образом, учитывая, что к этому моменту цена на электроэнергию будет формироваться на свободном рынке, при росте цен на газ производители смогут переносить издержки на потребителей.

**Инвестиционная программа****Сумма инвестпрограммы ТГК-1 – 132 млрд руб.**

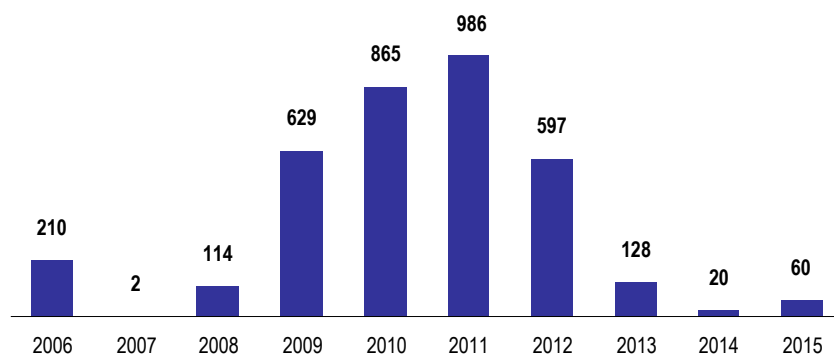
С 2006г. ТГК-1 осуществляет масштабную инвестиционную программу. С 2006г. по 2015г. общая сумма вложений составит порядка 132 млрд руб. Инвестиционные проекты разделены на три группы:

- реконструкция и модернизация имеющихся мощностей и строительство новых (84 млрд руб.);
- реконструкция тепловых сетей (33 млрд руб.);
- проекты, направленные на усиление надежности энергосистемы (10,5 млрд руб.).

Планируется, что к 2015г. ТГК-1 увеличит электрическую мощность на 3,6ГВт, а тепловую – на 2,5 тыс. ГКал/ч. При этом более 50% мощностей будет введено в эксплуатацию к 2010г.

В соответствии с текущим планом либерализации энергорынка, на новые вводы распространяется цена свободного рынка электроэнергии. Таким образом, мы ожидаем, что к 2010г. рентабельность деятельности ТГК-1 увеличится до 15-18% (по EBITDA).

График ввода новых мощностей ТГК-1 в 2006-2015гг., МВт



Источник: ТГК-1

**Первоочередные проекты направлены на увеличение мощности в Санкт-Петербурге**

Первоочередными для Компании являются проекты по увеличению мощности в энергодефицитных Санкт-Петербурге и Ленинградской области. Стабильность поставок электроэнергии и тепла в этот стратегически важный регион является вопросом национальной безопасности.

### Финансовое состояние

**С 1 ноября 2006г. ТГК-1 стала единой операционной компанией**

Мы анализировали комбинированную финансовую отчетность ТГК-1 и ее региональных генерирующих компаний за 9 мес. 2006г. В связи с тем, что до 1 ноября прошлого года ТГК-1 функционировала на основе схемы аренды генерирующих мощностей, они учитывались на балансе региональных генерирующих компаний и на забалансовых счетах ТГК-1, соответственно. При этом в отчете о прибылях и убытках у ТГК-1 отражалась выручка от реализации энергии, а у компаний-арендодателей – внутригрупповые арендные платежи. Отчетность ТГК-1 на 1.01.2007г., после объединения активов на одной компании, будет в полной мере отражать ее текущее финансовое состояние и результаты деятельности.

Помимо отчетности по РСБУ, с 2006г. ТГК-1 составляет консолидированную отчетность по МСФО. Отчетность за 1п/г2006г. представляет собой «вступительные данные» (first-time IFRS adoption). Полная отчетность по МСФО за 2006г. выйдет летом 2007г.

#### Финансовые показатели ТГК-1 в 2006г.

|                          | 9 мес.2006 |
|--------------------------|------------|
| Выручка, млн руб.        | 14 010     |
| ЕБИТДА*, млн руб.        | 1 585      |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 11,3%      |
| Долг**                   | 5 772      |
| Долг/ЕБИТДА              | 2,7x       |
| Чистая прибыль, млн руб. | 191        |
| Чистая рентабельность    | 1,4%       |

\*включена сумма амортизации региональных генерирующих компаний

\*\*включен долг региональных генерирующих компаний

Источник: ТГК-1, оценки Райффайзенбанка

**По объемам выручки ТГК-1 занимает третье место среди всех ТГК**

По итогам 9 мес. 2006г. выручка ОАО «ТГК-1» составила порядка 14 млрд руб., а с учетом выручки присоединенной 1 ноября 2006г. ОАО «Апатитской ТЭЦ» -14,8 млрд руб. По показателю установленных мощностей и по объему выручки ТГК-1 занимает 3-е место среди 14 ТГК, уступая только Мосэнерго (ТГК-3) и Волжской ТГК (ТГК-7).

Как известно, энергетическая отрасль характеризуется ярко выраженной сезонностью: существенный рост потребления энергии в зимний период (1й и 4й кварталы года) и значительное снижение в летний период (2й и 3й кварталы года).

Кроме того, в летний период осуществляются плановые ремонты мощностей, соответственно увеличивается себестоимость продукции. Убыточность деятельности генерирующих компаний во 2 и 3 кв. является плановой. В целом по итогам календарного года ситуация, как правило, нормализуется и энергокомпании компенсируют убытки за счет существенного роста прибыли в 4 кв. года.

#### Поквартальная динамика выручки и чистой прибыли ТГК-1 в 4 кв. 2005г.-3 кв. 2006г.

*Деятельность генерирующих компаний характеризуется высокой сезонностью*



Источник: ТГК-1

*Негативное влияние на деятельность генерирующих компаний оказала аномально холодная зима 2005/2006г.*

В 2006г., помимо традиционной сезонности, на результаты деятельности компаний повлияла аномально холодная зима 2005/2006. Из-за дефицита газа и ограниченности трубопроводной системы большинство генерирующих компаний перешли на резервное топливо – мазут. Использование его в производстве увеличивает себестоимость в 2 раза. Помимо изначально высокой себестоимости производства энергии на мазуте, в 2006г. цены на этот вид топлива увеличились более чем в 2,5 раза, на порядок выше заложенных при формировании тарифа цен. В результате 9 из 14 территориальных генерирующих компаний получили чистый убыток по итогам 9 мес. 2006г.

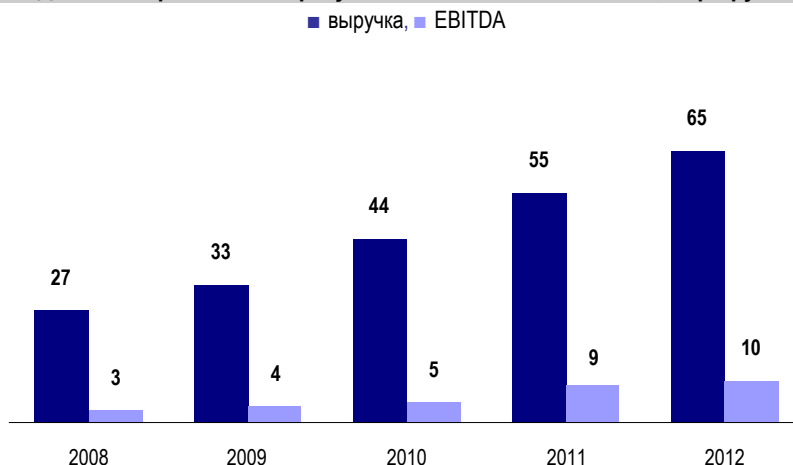
*ТГК-1 – одна из немногих компаний, которой удалось получить прибыль за 9мес. 2006г.*

ТГК-1 - одна из немногих генерирующих компаний, которой удалось по итогам 9 мес. 2006г. получить чистую прибыль (в размере 191 млн руб.). Во многом это связано с наличием гидрогенерирующих мощностей в составе ТГК-1, которые обеспечивают порядка 46% выработки всей электроэнергии Компании.

*Реализации инвестпрограммы поможет увеличить выручки и улучшить эффективность*

С 2006г. ТГК-1 реализует широкомасштабную инвестиционную программу. По нашим оценкам, выручка Компании к 2012г. увеличится до 65 млрд руб., а рентабельность EBITDA может составить 16%. Основными факторами роста должны стать либерализация рынка электроэнергии, рост тарифов на регулируемом сегменте рынка, а также увеличение генерирующих мощностей и увеличение коэффициента их использования.

## Динамика финансовых результатов ТГК-1 в 2008-2012гг., млрд руб.



Источник: оценки Райффайзенбанка

**Большая часть инвестпрограммы будет профинансирована за счет собственных средств**

Большую часть инвестиций (порядка 90%) ТГК-1 планирует профинансировать за счет собственных средств (размещения акций, прибыли, амортизации). Ожидается, что только 10% инвестиций будет профинансировано за счет долга. Таким образом, ТГК-1 сохранит умеренный уровень долговой нагрузки: по нашим оценкам, долг/ЕБИТДА не должен превысить 3х (по итогам 9 мес. 2006г. долг/ЕБИТДА не превышает 2,7х). Средства облигационного займа пойдут на рефинансирование банковских кредитов, которые были направлены на инвестиционные цели.

### Прогноз будущей рентабельности

**Уже сейчас цены на нерегулируемом рынке существенно выше тарифов**

При построении приведенных выше прогнозов выручки и рентабельности мы исходили из достаточно консервативных предположений о медленном росте цен. В действительности, у нас есть достаточно оснований предполагать, что рентабельность компании окажется на существенно более высоком уровне. Главной причиной для такого оптимизма является наблюдаемые на сегодняшний день цены на электроэнергию на нерегулируемом сегменте рынка (рынок на сутки вперед, или РСВ).

Цена на свободном рынке в отличие от регулируемых цен, которые директивно установлены государством, формируется под воздействием спроса и предложения. Соответственно, на цену в РСВ в гораздо большей степени влияют специфические факторы, связанные с уровнем развития экономики и спросом на электроэнергию в конкретном регионе. Первые полгода работы ТГК-1 на НОРЭМе дают достаточно веские поводы, чтобы сделать предположение о том, что по мере либерализации рынка электроэнергии, доходы и рентабельность компании будут расти.

Напомним, что в рамках регулируемых договоров с начала 2007г. продается 95% электроэнергии и 100% мощности. Таким образом, все платежи за мощность являются фиксированной величиной и не подлежат пересмотру. Цена на 5% энергии, продаваемой на свободном рынке, формируется под воздействием спроса и предложения. Исходя из данных предоставленных компанией, мы делаем вывод о том, что равновесная цена энергии на свободном рынке существенно превышает тариф, установленный по регулируемым договорам. Такая ситуация является следствием того, что Карельская, и особенно Петербургская энергосистемы являются дефицитными.

**Основная причина – дефицит электроэнергии в регионах деятельности ТГК-1**

| Цена 1кВт энергии, коп. | Невский филиал | Карельский филиал | Кольский филиал |
|-------------------------|----------------|-------------------|-----------------|
| По регулируемому тарифу | 36             | 11                | 5               |
| На РСВ*                 | 63             | 49                | 47              |

Источник: ТГК-1; \* - прогноз на 2007г. на основании результатов 2006-2007гг.



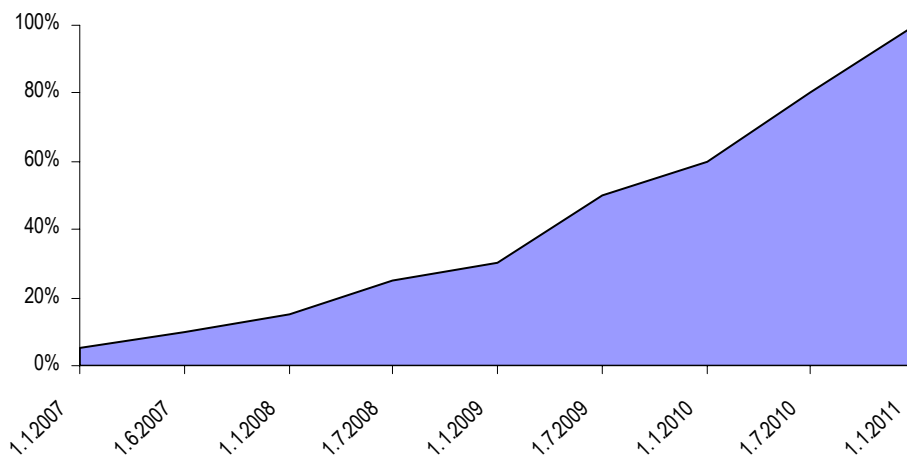
**ГЭС имеют возможность получать значительную прибыль из-за низкой себестоимости**

Огромный разрыв между ценой на РСВ и регулируемым тарифом в Карельском и Кольском филиале объясняется тем фактом, что мощности ТГК-1 в этих регионах представлены преимущественно гидростанциями. Регулируемый тариф на энергию этих станций очень невелик, однако он все же обеспечивает рентабельность их работы. Поскольку на РСВ цена на энергию формируется по т.н. «закрывающей» заявке, ГЭС по сути имеют возможность получить значительную прибыль из-за низкой себестоимости энергии, вырабатываемой на гидроэлектростанциях.

**К 2009г. 50% энергии будет продаваться по свободным ценам**

Пока доля энергии, продаваемой по свободным ценам невысока, результаты торговли на РСВ оказывают не очень существенное воздействие на рентабельность компании. Однако по мере увеличения доли свободного рынка, высокий платежеспособный спрос, по нашим прогнозам, будет оказывать существенное положительное влияние на рентабельность компании. Однако с 1 июля 2009г. по свободным ценам будет продаваться уже 50% всей вырабатываемой энергии и к этому моменту влияние баланса спроса и предложения энергии в регионе будет способно уже очень существенно повлиять на финансовые результаты компании.

**График либерализации рынка электроэнергии**



**Прогнозируемый средний уровень рентабельности EBITDA генерирующих компаний к середине 2009г. – 20%**

Мы не беремся приводить точные прогнозы по рентабельности, однако считаем, что с 2008 г. стоит ожидать существенного повышения операционной эффективности ТГК-1. По нашему мнению, к середине 2009 г. маржа EBITDA наиболее эффективных ОГК и ТГК вполне может приблизиться к уровню 20%. Таким образом, мы прогнозируем существенное повышение финансовых результатов генерирующих компаний, расположенных в энергодефицитных регионах, в т.ч. и ТГК-1.

## 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. Территориальные генерирующие компании представлены на рынке облигациями ТГК-3 (Мосэнерго), на чью доходность существенно влияет потенциальный контроль компании со стороны Газпрома, и ТГК-6 (облигации компании пока не вышли на вторичный рынок).

Мы полагаем, что при оценке справедливой доходности облигаций любой территориальной генерирующей компании в целом, и в частности, ТГК-1, 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
- относительно более низкая рентабельность ТГК объясняется особенностью цикла ТЭЦ, которые в течение летних месяцев не вырабатывают тепло (2-3% против 15% по EBITDA у ОГК). Кроме того, производство тепла несет высокую социальную нагрузку и этот сектор энергетики более регулируем в сравнении с производством электроэнергии.

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-1, в качестве единых операционных компаний.

*ТГК-1 эффективнее, чем большинство ТГК, благодаря гидрогенерации*

Мы отмечаем, что одним из основных конкурентных преимуществ ТГК-1 является наличие в ее составе гидрогенерирующих мощностей, чья эффективность фундаментально выше, чем у компаний тепловой генерации. Таким образом, эффективность ТГК-1 изначально выше, чем у большинства ТГК.

*ТГК-1 начала деятельность одной из первых*

ТГК-1 начала операционную деятельность одной из первых среди территориальных генерирующих компаний. Таким образом, Компания станет одной из первых ТГК с «полноценной» финансовой отчетностью, что существенно увеличивает ее прозрачность для инвесторов.

**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 варьироваться в пределах 150 б.п.

**«Справедливая» доходность ТГК-1: 7,9-8,1% год**

Поскольку ТГК-1 является одной из сильнейших ТГК, мы полагаем, что доходность ее облигаций не должна превышать доходности базовой кривой ТГК/ОГК. «Справедливая» доходность ТГК-1: 7,9-8,1%год (оферта – 3 года), что соответствует спрэду к кривой ОФЗ в 160-180 б.п.

**Доходность рублевых облигаций на 15 марта 2007г.**

| Выпуск      | Доходность (*к оферте), % | Цена, % от номинала | Дюрация, лет | Объем эмиссии, млн руб. | Ставка купона, % | Спрэд к кривой ОФЗ, б.п. |
|-------------|---------------------------|---------------------|--------------|-------------------------|------------------|--------------------------|
| ОГК-5       | 7,86%                     | 99,50               | 2,38         | 5 000                   | 7,50%            | 164                      |
| ГидроОГК    | 7,52%                     | 102,60              | 3,73         | 5 000                   | 8,10%            | 112                      |
| Мосэнерго 2 | 7,56%                     | 100,93              | 4,22         | 5 000                   | 7,65%            | 116                      |
| ТГК-6*      | 7,61%                     | 100,00              | 0,97         | 2 000                   | 7,40%            | 179                      |
| ФСК ЕЭС     | 6,17%                     | 102,00              | 0,76         | 5 000                   | 8,80%            | 36                       |
| ФСК ЕЭС 2   | 7,30%                     | 103,08              | 2,95         | 7 000                   | 8,25%            | 100                      |
| ФСК ЕЭС 3   | 6,99%                     | 100,35              | 1,68         | 7 000                   | 7,10%            | 89                       |
| ФСК ЕЭС 4   | 7,40%                     | 100,11              | 4,04         | 6 000                   | 7,30%            | 98                       |
| ФСК ЕЭС 5   | 7,24%                     | 100,20              | 2,53         | 5 000                   | 7,20%            | 99                       |

\*на первичном рынке

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Описание облигационного займа

| Основные характеристики облигационного займа |  |
|--|--|
| Эмитент                                      | ОАО «ТГК-1»  |
| Номинал выпуска                              | 4 млрд руб.  |
| Организатор                                  | ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»   |
| Предварительная дата размещения              | 20 марта 2007г.  |
| Срок до погашения                            | 7 лет  |
| Срок до оферты                               | 3 года   |
| Купонный период                              | 182 день   |
| Использование средств                        | Средства планируется направить на рефинансирование банковских кредитов, выданных на реализацию инвестиционных проектов ОАО «ТГК-1», в т.ч. реконструкцию тепловых сетей. |

## 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 | npatrakhin@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.