

«ТГК-6» - возможно появление нового стратега!

Семён Бирг

По сообщению РБК со ссылкой на пресс-службу «ТГК-6» (ПТС:ТГКФ), компания Archivo Limited стала владельцем 18,8853% акций «ТГК-6». Ранее Archivo не владела акциями «ТГК-6». По неофициальной информации, компания Archivo представляет интересы фонда Prosperity Capital Management, который до последнего времени, наряду с КЭС-Холдингом, являлся миноритарным акционером «ТГК-6». Акции, принадлежащие фонду, могли быть переведены на баланс Archivo, и теперь Archivo становится одним из претендентов на покупку акций «ТГК-6» при проведении дополнительной эмиссии акций компании в марте 2008 г.

Мы полагаем, что реструктуризация позиции Prosperity в «ТГК-6» могла быть связана как с планами по проведению IPO энергетических активов фонда, так и с планами по привлечению нового стратегического инвестора в капитал «ТГК-6». Сейчас основным претендентом на эту компанию считается холдинг КЭС («Комплексные энергетические системы») - компания, управляющая энергетическими активами Вексельберга. В настоящее время КЭС принадлежит пакет порядка 22% акций «ТГК-6». Мы полагаем, *что и в интересах Prosperity также увеличивать свою долю в «ТГК-6», и предполагаем, что переговоры с потенциальными инвесторами по привлечению средств в фонд для увеличения доли, скорее всего, уже ведутся.*

В марте 2008 г. предполагается разместить акции дополнительной эмиссии в размере 45,4% по отношению к текущему уставному капиталу «ТГК-6». Кроме этого, из 50,23% пакета, принадлежащего РАО «ЕЭС», государству сейчас принадлежит 34,1%, и этот пакет также может быть продан стратегическому инвестору. КЭС, занимая консервативную позицию и не желая переплачивать, может предложить за «ТГК-6» сумму, которая не устроит продавца - РАО «ЕЭС». Если в случае с другими активами в сфере интереса КЭС альтернативный инвестор не сможет получить контроль, и КЭС зачастую выступает в качестве единственного покупателя, то в «ТГК-6» ситуация совсем иная.

После того, как КЭС воспользуется преимущественным правом на выкуп акций доэмиссии, оставшаяся часть (порядка 78% от размещаемого объема) доэмиссии может достаться Prosperity. Таким образом, Prosperity может пополнить свой пакет за счет выкупа доэмиссии, а также может выкупить пакет государства. В итоге Prosperity может стать владельцем 61% пакета в новом уставном капитале «ТГК-6» уже после размещения доэмиссии. То есть *в «ТГК-6» существует возможность появления нового стратегического инвестора.*

По текущим котировкам Prosperity может потратить на выкуп госдоли и приобретение доэмиссии \$900 млн. Тем не менее, размещение «ТГК-6» вряд ли состоится на текущих низких уровнях - компания оценивается рынком всего в \$429/кВт с учетом чистого долга, тогда как стратегические инвесторы всегда переплачивали за контроль - средняя оценка 1 кВт по итогам прошедших размещений составляла \$545/кВт, а без учета самого первого размещения год назад (всего по \$291/кВт) *средняя оценка стоимости кВт составляла \$587/кВт - на 37% выше текущей оценки рынком мощностей «ТГК-6».* Самые последние сделки в сегменте - выставление оферты на выкуп акций «ОГК-4» и «ОГК-5» иностранными стратегами E.ON и Enel - предполагали оценку 1 кВт выше \$700.

Дата	Компания	Привлечённый объём, \$	Установленная мощность, кВт	Оценка кВтч, \$
Ноябрь 2006	ОГК-5	460 000 000	8 672	291
Март 2007	ОГК-3	3 280 412 563	8 497	604
Март 2007	ТГК-3	2 432 323 415	10 611	538
Май 2007	ТГК-5	469 926 716	2 467	499
Сентябрь 2007	ОГК-4	1 884 726 450	8 630	753
Сентябрь 2007	ТГК-1	1 312 553 930	6 248	647

Дата	Компания	Привлечённый объём, \$	Установленная мощность, кВт	Оценка кВтч, \$
Октябрь 2007	ОГК-2	1 073 134 371	8 695	483
Октябрь 2007	ТГК-8	688 685 704	3 602	537
	Итого:	10 913 077 444		545

Источник: данные компаний, оценки ИК «ФИНАМ»

Мы полагаем, что Prosperity вполне может договориться с новым стратегическим инвестором и в партнерстве с ним выкупить допэмиссию и госпакет в «ТГК-6», а затем продать этому стратегу свою долю в компании. Продав свой пакет в «ТГК-6» исходя из оценки 1 кВт в \$500, что довольно скромная оценка, Prosperity мог бы получить \$290 млн. - сопоставимую сумму Prosperity планировал выручить от проведения IPO своего энергетического фонда NRGL. Учитывая тот факт, что размещение энергетического фонда Prosperity не состоялось ввиду неблагоприятной рыночной конъюнктуры, описанный вариант развития событий может оказаться интересным для Prosperity.

Учитывая небольшое количество ОГК и ТГК, в которых новый стратег с нуля может получить контроль, возможность получения контроля в «ТГК-6» с высокой вероятностью вызовет интерес иностранных инвесторов, которые еще не смогли получить свой кусок пирога в российской тепловой генерации - Fortum, EDF, КЕРСО или RWE. Спрос стратегических инвесторов на неподелённые активы в тепловой генерации за последний месяц уже способствовал росту котировок «ОГК-1» и «ТГК-4» на 21% и 18% соответственно, тогда как акции «ТГК-6» оставались на прежнем уровне. Рыночная капитализация всего сегмента тепловой генерации выросла лишь на 2%.

	Тикер РТС	Текущие р/с, \$/кВт	Текущие ев/с, \$/кВт	Текущие ев/от.эл., \$/МВтч	Изменение капитализации за период 16.10.07- 20.10.07
ОГК-1	OGKA	539	541	109	+20%
ОГК-2	OGKB	488	378	68	-20%
ОГК-3	OGKC	824	447	124	-2%
ОГК-4	OGKD	960	737	125	+4%
ОГК-5	OGKE	703	671	144	+10%
ОГК-6	OGKF	362	390	107	-9%
ТГК-1	TGKA	778	631	167	+22%
ТГК-2	TGKB	426	513	132	+2%
ТГК-3	MSNG	965	694	114	-2%
ТГК-4	TGKD	505	579	147	+18%
ТГК-5	TGKE	479	326	77	-20%
ТГК-6	TGKF	418	429	102	0%
ТГК-7	TGKG	412	430	109	0%
ТГК-8	TGKH	538	583	122	+8%
ТГК-9	TGKI	521	588	96	+2%
ТГК-10	TGKJ	612	622	108	+2%
ТГК-11	-	-	-	-	-
ТГК-12	KZBE	395	389	75	-4%
ТГК-13	TGKM	320	342	81	0%
ТГК-14	TGKN	356	350	81	-7%
среднее		558	507	110	+2%
ср. по ОГК		646	527	113	+1%
ср. по ТГК		517	498	109	+2%

Источник: оценки ИК «ФИНАМ»

По нашим оценкам, в настоящее время «ТГК-6» - одна из самых недооцененных бумаг в сегменте ОГК-ТГК. Мы полагаем, что предстоящее размещение допэмиссии акций «ТГК-6» выступит драйвером роста котировок акций компании, состоится на уровне выше \$500/кВт и рекомендуем «Покупать» бумаги «ТГК-6». Справедливая цена акции компании составляет \$0,0016 потенциал роста - 57%.

Аналитический Отдел

Бутов Александр
Butov@finam.ru
Руководитель отдела

Аналитики:

Бирг Семён
Birg@finam.ru
Стратегии, Электроэнергетика

Горев Денис
Gorev@finam.ru
Металлургия

Романов Константин
Romanov@finam.ru
Машиностроение

Фильченков Сергей
Filchenkov@finam.ru
Потребительский сектор

Сергиевский Владимир
Sergievskiy@finam.ru
Транспорт, Строительство, Финансовый сектор

Фролов Михаил
Frolov@finam.ru
Химия, Нефтехимия

Рейли Константин
Reily@finam.ru
Нефть и Газ

Суханова Анна
Sukhanova@finam.ru
Ассистент аналитика

Инвестиционный Холдинг "Финам"

Справочно-консультационный центр
Оперативные ответы на все ваши вопросы по телефонам
+7 (495) 796-90-26,
+7 (495) 796-93-88, доб. 221
+7 (800) 200-44-00 (бесплатно по России)

Департамент «Инвестиционный»
Серебренников Дмитрий
Ag@finam.ru
+7 (495) 604-84-34

Отдел международной торговли
Юдашкин Григорий
Yudashkin@finam.ru
+7 (495) 604-8168. Факс: +7 (495) 604-8107

Отдел по работе с институциональными инвесторами
Залко Александр
Zalko@finam.ru
+7 (495) 604-8165

Служба по связям с общественностью и СМИ
Кочетков Владислав
Kochetkov@finam.ru
+7 (495) 604-82-36

Отдел pre-sales
Дюпин Алексей
alexnd@finam.ru
+7 (495) 796-93-88, доб. 248

Управление по работе с регионами
Шульга Андрей
Shoulga@finam.ru
+7 (495) 796-93-88, доб. 274

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.