

Энергетический сектор  
Россия  
Кредитный анализ  
(перевод с английского языка)

## ОАО Московская объединенная энергетическая компания

### Рейтинги

	Текущий рейтинг
<b>В иностранной валюте</b>	
Долгосрочный РДЭ	BBB-
Краткосрочный РДЭ	F3
<b>По национальной шкале</b>	
Долгосрочный	AA+(rus)
Краткосрочный	F1+(rus)

### Прогноз

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте	Негативный
Национальный долгосрочный рейтинг	Стабильный

### Финансовая информация

#### ОАО Московская объединенная энергетическая компания

(млн. руб.)	31 дек. 07	31 дек. 06
Выручка	47 705,0	44 729,0
Операц. EBITDAR	4 635,0	5 376,0
Операц. EBITDAR/выручка (%)	9,7	12,0
Операционный денежный поток	2 936	1 454
Свободный денежный поток	-4 996,0	-275,0
Денежные средства от операционной деятельности/ проц. расходы за вычетом проц. доходов (x)	2,2	23,0
Общий долг	1 294	545
Общий скорректированный долг / операц. EBITDAR (x)	36 374	27 433
Скорректированный левередж / денежные средства от операц. деятельности (x)	7,8	5,0

### Аналитики

Антон Кравченко  
+44 20 7682 7331  
anton.krawchenko@fitchratings.com  
Эндрю Стил  
+44 20 7682 7486  
andrew.steel@fitchratings.com

### Аналитические материалы по теме

- «Обзор российской энергетической отрасли» (Russian Power Industry Overview), апрель 2008 г.

### Обоснование рейтингов

- ОАО Московская объединенная энергетическая компания (далее - «МОЭК») занимается производством и распределением тепловой энергии в Москве и Московской области и имеет небольшой сегмент по производству электроэнергии. Пакет акций компании в размере 83% принадлежит городу Москве («BBB+», прогноз «Негативный»).
- Компания работает независимо от города и напрямую собирает с клиентов платежи по регулируемым тарифам. Тем не менее, рейтинги компании увязаны с рейтингами города за счет существенной поддержки по ряду ключевых направлений.
- Взносы в капитал со стороны города финансируют значительные приобретения МОЭК, а также играют центральную роль в финансировании двух крупнейших проектов капиталовложений компании. На период осуществления этих проектов Москва не ожидает получения дивидендов от МОЭК. МОЭК обязана поставлять энергию населению по ценам ниже себестоимости и взамен получает ежегодную субсидию от города. В 2009 г. Москва намерена передать компании все активы, которые та использует в лизинге, без какой-либо платы.
- Половина затрат на выработку тепловой энергии приходится на природный газ, который компания покупает по регулируемым ценам по долгосрочному контракту у Мосрегионгаза.

### Факторы, которые могут привести к понижению рейтингов

- Понижение рейтинга города Москвы
- Более высокие уровни капиталовложений, не поддерживаемые взносами в капитал.
- Регулятивные изменения, такие как отсутствие компенсации за недополученную выручку компании в случае теплого зимнего сезона.
- Изменения государственного субсидирования МОЭК, которые не будут отражать изменения в стоимости обслуживания потребителей в жилом секторе.

### Недавние изменения

В 2008 г. МОЭК приобрела 96% в ОАО Московская теплосетевая компания (МТК). МТК владеет 67% тепловых сетей и насосных станций в Москве и Московской области. В 2009 г. ожидается объединение двух компаний.

В ноябре 2008 г. Москва приняла решение, что МОЭК проведет выпуск новых акций для города (позапно с декабря 2008 г. по апрель 2009 г.) в обмен на 20,3 млрд. руб. в форме денежных средств и 43,5 млрд. руб. в форме принадлежащих городу тепло- и электроэнергетических активов.

### Ликвидность и структура задолженности

По состоянию на конец 2007 г. 35 млрд. руб. (96,4%) в составе общего скорректированного долга МОЭК в размере 36 374 млн. руб. приходилось на капитализированный операционный лизинг. К маю 2009 г. компания

предполагает полностью прекратить такой капитализированный лизинг после передачи имущественных активов со стороны города Москвы. Однако Fitch не ожидает существенного снижения лeverеджа к указанному моменту, поскольку будет привлекаться новая задолженность для финансирования программ капиталовложений.

У МОЭК есть безотзывная кредитная линия в размере 1 300 млн. руб., из которой выбрано 161 млн. руб. На конец 2007 г. денежные средства и эквиваленты находились на минимальном уровне, составляя 3 млн. руб. Денежные средства и доступные безотзывные кредитные линии в 2007 г. находились на уровне 1 142 млн. руб., обеспечивая покрытие на уровне 1,9х по краткосрочному долгу и текущей части финансового лизинга (всего 586 млн. руб.). Для удовлетворения основной части потребностей в оборотном капитале МОЭК полагается на краткосрочное фондирование от Банка Москвы («ВВВ», прогноз «Негативный»), в котором 44% акций принадлежит городским властям.

### **Операционная деятельность**

МОЭК эксплуатирует 189 тепловых станций и 8 станций комбинированного производства тепловой и электрической энергии. Всего МОЭК имеет установленную тепловую мощность в объеме 16 261,2 гкал/ч и установленную электроэнергетическую мощность 63,3МВт.

Компания производит 25,8% теплоэнергии в Москве и области и обеспечивает 67,6% продаж тепла. МОЭК приобретает 64% (по объему в ккал) тепла, поставляемого потребителям, у Мосэнерго, крупнейшей энергетической компании в городе.

### **Электрическая энергия**

МОЭК производит небольшой объем электроэнергии: 104,9 ГВт/ч за январь-май 2008 г. Вся произведенная электроэнергия продается предприятию ОАО Мосэнерго, которое выступает в роли единственного розничного продавца электроэнергии в Москве. С 2009 г. МОЭК будет продавать все больше генерируемой электроэнергии на оптовом рынке (к 31 декабря 2008 г. 50% электроэнергии будет продаваться на оптовом рынке по либерализованным ценам). Fitch ожидает, что либерализация цен обеспечит рост выручки компании от продаж электроэнергии, однако деятельность в секторе электроэнергии по-прежнему будет составлять очень небольшую долю в структуре бизнеса МОЭК (в 2007 г.: 0,04% выручки компании).

### **Тепловая энергия**

Продажи тепловой энергии составили 90% выручки МОЭК в 2007 г. Тепловой КПД на теплогенерирующих мощностях компании составляет 93%. Годовые показатели использования мощностей на тепловых станциях МОЭК находятся на низком уровне: около 16,4% в 2007 г. Это связано с высоким коэффициентом использования мощностей зимой и практически нулевым уровнем использования летом. Среднегодовой уровень загрузки тепловых мощностей на станциях по комбинированному производству тепловой и электрической энергии повысился с 45,8% в 2006 г. до 55,7% в 2007 г.

По прогнозам компании, общий объем продаж тепла (в ккал) увеличится на 0,4% в годовом выражении в 2008 г. и на 7,3% в 2009 г. Однако на практике объемы продаж тепла в высокой степени зависят от погодных условий. Например, в 2006-2007 гг. среднегодовая температура в Москве повысилась на 2,2 градуса по Цельсию до 0,24 градуса. Это привело к снижению объема потребления тепла в Москве на 4,6% до 62 209 теракалорий.

### **Газовые контракты**

Все генерирующие мощности МОЭК работают на природном газе. Компания не подвержена существенному риску по ценам на газ как фактор производства до

2011 г., так как потребности МОЭК в газе удовлетворяются за счет покупок у Мосрегионгаза, компании в собственности Газпрома («ВВВ», прогноз «Стабильный») по регулируемым, хотя и растущим, тарифам. После 2011 г. на газовые контракты будет распространяться либерализация цен, т.е. цены будут индексироваться к экспортным ценам нетбэк (без учета транспортных издержек).

В 2008 г. МОЭК заключила контракт с Газпромом на 3,93 млрд. куб. м природного газа. В среднем МОЭК использует около 80% газа по контрактам с Газпромом, при этом компания оплачивает только фактически использованные объемы газа.

В 2008 г. МОЭК приобретает газ по регулируемым ценам, 1 784 руб. за тыс. куб. м плюс 200 руб. за тыс. куб. м уплачивается в качестве транспортных издержек. Условия контракта пересматриваются ежегодно. До 2011 г. либерализация цен будет распространяться только на объемы свыше 3,93 млрд. куб. м. Регулируемые тарифы, которые лежат в основе контракта МОЭК с Газпромом в объеме 3,93 млрд. куб. м в год, будут повышаться ежегодно с тем, чтобы к 2011 г. сравняться с экспортными ценами нетбэк у Газпрома.



### Производственные расходы

Закупки газа составляют около половины затрат на генерирование тепловой энергии МОЭК. В 2007 г. общие затраты компании на производство тепловой энергии составили 43 291 млн. руб., из которых на закупки природного газа ушло 20 779 млн. руб. По оценкам МОЭК, в 2008 г. общие затраты на производство тепловой энергии должны повыситься на 36,7% до 59 179,8 млн. руб. Такое повышение примерно на половину обусловлено ростом стоимости газа, и Fitch ожидает, что стоимость газа продолжит расти каждый год до 2011 г. (см. раздел «Газовые контракты» выше).

### Регулирование

На МОЭК распространяется регулирование с использованием метода «издержки плюс», что приводит к значительному риску объемов. Федеральная служба по тарифам («ФСТ») устанавливает общероссийские нормы по тарифам на коммунальные услуги в российских регионах, включая максимально допустимое увеличение тарифов. Затем Региональная энергетическая комиссия города Москвы (далее - «РЭК») и Топливо-энергетический комитет Московской области (далее - «ТЭК») определяют тарифы для предприятий водо- и энергоснабжения.

ТЭК разрабатывает инвестиционные программы в тесном сотрудничестве с местными коммунальными предприятиями и РЭК, в обязанности которой входит регулирование экономических вопросов (установка тарифов и обеспечение баланса между интересами коммунальных предприятий и потребителей).

Раз в год после длительных переговоров, которые обычно идут в течение пяти месяцев, с мая по сентябрь, МОЭК направляет в РЭК и ТЭК информацию о необходимом уровне выручки, операционных и инвестиционных потребностях компании и целевых операционных показателях. Затем на основе объемов устанавливается единый тариф, который отражает все одобренные потребности компании, включая капитальные вложения и стоимость финансирования инвестиций (однако регулятор не устанавливает каких-либо четких уровней стоимости капитала). После этого окончательное предложение по тарифам одобряется РЭК, а затем поступает на одобрение в ФСТ.

В 2006 г. различия в методах индексации по инфляции привели к тому, что ФСТ одобрила окончательный тариф на 0,8% ниже, чем тот уровень, который запрашивала РЭК. Однако в 2007 и 2008 гг. финальные предложения РЭК по тарифам были одобрены полностью. С учетом высоких инвестиционных

потребностей Москвы и области, Fitch полагает, что ФСТ в течение нескольких лет не будет принимать решения по инвестициям и тарифам на существенно более низком уровне, чем предлагается московскими регулирующими органами.

### **Риск объемов**

МОЭК имеет в значительной мере фиксированную годовую программу ремонта, технического обслуживания и капитальных вложений (в 2007 г.: 5 532,4 млн. руб.), которая должна проводиться независимо от объемов произведенной или поставленной тепловой энергии. Тарифы устанавливаются на год на основе прогнозного спроса на теплоэнергию и нацелены на обеспечение достаточной выручки у компании для покрытия указанных расходов. Если в Москве выдается более теплая зима, чем обычно, то выручка МОЭК сокращается вслед за падением спроса на теплоэнергию. Методика установления тарифов не предусматривает механизма корректировки выручки с учетом колебаний фактических объемов поставленной тепловой энергии. Компания может запросить компенсации у регулятора в ходе обсуждений тарифов на следующий год в отношении понесенных потерь. Однако формально механизма компенсации неполученной выручки не существует. По оценкам МОЭК, в течение более теплого зимнего периода в 1 полугодии 2008 г. объем продаж компании был примерно на 2 млрд. руб. ниже ожиданий по выручке, на основе которых устанавливались тарифы. РЭК намерена пересматривать финансовые показатели за прошлые периоды при определении требуемого уровня выручки на следующий год. Однако, поскольку такая оценка носит качественный характер, риск объемов сохраняется, и Fitch учитывает это как негативный рейтинговый фактор.

### **Реформирование в сфере регулирования**

МОЭК активно поддерживает введение двусоставного тарифа, с изменяемым компонентом (объем потребления) и фиксированным компонентом (мощность). Двусоставный тариф существенно снизил бы риск объема для компании, так как инвестиции в основной капитал покрывались бы фиксированными тарифами. Изменение процедуры установления тарифов планируется провести в 2009 г. Однако, по мнению Fitch, такие оценки являются чрезмерно оптимистичными. Сначала необходимо провести большой объем работы для разработки методологии оценки основных средств и согласования операционных параметров, на основе которых будет рассчитываться фиксированный компонент тарифа (по мощности).

### **Корпоративное управление**

Совет директоров МОЭК состоит из 11 членов, в том числе восьми представителей города Москвы, двух топ-менеджеров МОЭК и одного независимого директора. По мнению Fitch, совет директоров компании действует, прежде всего, в интересах мажоритарного акционера, то есть обеспечивает, чтобы МОЭК проводил дешевые и надежные поставки тепловой энергии для жителей и предприятий Москвы.

Совет директоров принимает активное участие в корпоративном управлении. С 1 января 2008 г. заседания совета проводились 18 раз при требовании проводить такие встречи не менее одного раза в квартал. При совете директоров работают три комитета, члены которых не являются сотрудниками МОЭК. Это комитет по стратегии, по кадрам и вознаграждениям и по аудиту. Комитет по аудиту состоит из семи членов, никто из которых не входит в совет директоров.

### **Капитальные вложения**

В 2007 г. капвложения МОЭК составили 1 303 млн. руб., из которых 61% (799,3 млн. руб.) приходились на вложения, финансируемые за счет тарифов. В 2006 г. капвложения компании, профинансированные за счет тарифов,

равнялись 1 086,5 млн. руб. из общего объема капвложений в 1 594 млн. руб. В течение двух указанных лет МОЭК продемонстрировал эффективность расходования средств (расходы были несколько ниже целевых уровней регулятора).

Помимо программ, финансирование которых осуществляется за счет тарифов, МОЭК проводит две крупные программы капиталовложений, которые финансируются в основном за счет долгового и акционерного финансирования. Крупнейшая из этих программ - это проект сооружения новых мощностей для комбинированного производства тепловой и электрической энергии (на базе существующих объектов), которая нацелена на увеличение мощностей по производству электроэнергии на 1 527 МВт и тепловой энергии на 1 141 гкал/ч. Осуществление программы началась в 2007 г., и ее завершение первоначально ожидалось в 2012 г. при общей стоимости в 96 млрд. руб. Однако компания заявила, что она продлит период реализации проекта, чтобы отсрочить потребности в финансировании ввиду ухудшения ситуации на рынках капитала в 2008 г.

В 2007 г. МОЭК начала шестилетнюю программу по замене около 4 000 км стальных труб на пластиковые (которые имеют более длительный срок эксплуатации, а также обеспечивают существенное снижение эксплуатационных издержек и потерь тепловой энергии). Общая стоимость программы оценивалась в 64 млрд. руб., и ее завершение ожидалось в 2012 г., однако, как и в случае с сооружением мощностей для комбинированного производства тепловой и электрической энергии, сроки были продлены с учетом неблагоприятных рыночных условий для привлечения нового капитала.

#### **Финансирование капитальных вложений**

Финансирование проектов комбинированного производства тепловой и электрической энергии и замены труб, как ожидается, будет осуществляться с использованием сочетания заемных средств, взносов в капитал компании и экономии на сокращении операционных расходов.

- К концу 2008 г. компания планирует привлечь долгосрочный обеспеченный кредит в размере 6 000 млн. руб., долгосрочный кредит в размере 7 000 млн. руб. от Европейского банка реконструкции и развития («ЕБРР»), а также различные краткосрочные кредиты, наиболее значимым из которых станет кредит от Банка Москвы на сумму 9 000 млн. руб.
- Ожидается, что к концу 2008 г. МОЭК получит средства в размере 83 444 млн. руб. за счет эмиссии 155 млн. новых акций.
- Ожидается, что к 30 апреля 2009 г. будут получены 20 278 млн. руб. в результате выпуска новых акций для города Москвы.
- По прогнозам МОЭК программа замены труб обеспечит сокращение операционных расходов примерно на 1 300 млн. руб. в год за счет уменьшения потерь теплоэнергии, а также сокращения эксплуатационных расходов и затрат на ремонт.

Однако эти планы финансирования не покрывают значительную часть затрат компании по двум крупным программам капиталовложений. Для продолжения реализации проектов потребуются значительные эмиссии новых долговых обязательств или акций. МОЭК пока не разработала меры по устранению нехватки финансирования, однако для этого, вероятно, будет достаточно продать крупный миноритарный пакет акций.

В октябре 2008 г. МОЭК приняла решение продлить сроки проектов по сооружению мощностей комбинированного производства тепловой и электрической энергии и замене трубопроводов. В то время как краткосрочные потребности в финансировании соответствующих капиталовложений будут

отложены, компании все равно потребуется обеспечить недостающее финансирование по этим проектам в ближайшие 3-5 лет.

## Приобретения и консолидация активов

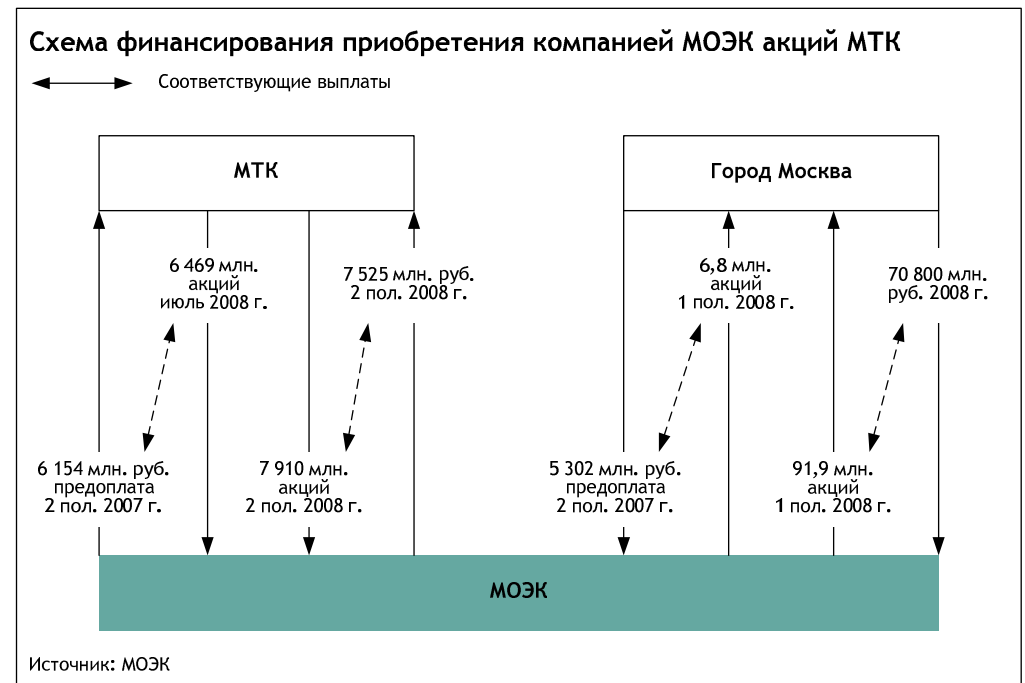
### Мосэнерго

Московские власти и компания Мосэнерго выразили интерес к реконсолидации системы электро- и теплоснабжения в Москве и области. Система была создана и действовала как интегрированное предприятие до 2004 г., после чего было проведено ее разукрупнение. Московские власти запросили официального одобрения от федерального правительства на слияние МОЭК и Мосэнерго. Москва владеет блокирующим пакетом акций в Мосэнерго, а Мосэнерго намерено приобрести блокирующий пакет (25% плюс 1 акция) в МОЭК. Также предусмотрено взаимное представительство в советах директоров компаний. Условия возможного слияния, скорее всего, будут непростыми, так как каждая сторона будет стремиться получить контрольный пакет в объединенной компании.

### МТК

Москва уже фактически осуществила реконсолидацию системы теплоснабжения, дав указания МОЭК приобрести ОАО «Московская теплосетевая компания» («МТК»), находившееся в собственности федерального правительства. К сентябрю 2008 г. МОЭК купила 96-процентную долю в МТК.

В собственности МТК находится 67% трубопроводов теплоснабжения большого диаметра (магистральных) и насосных станций в Москве и Московской области. Большинство остальных из них уже принадлежит МОЭК. В 2009 г. ожидается слияние этих двух компаний.



Полная стоимость данного приобретения для МОЭК (которая будет указана в финансовой отчетности за 2008 г.) составляет 13 679 млн. руб., 45% из которых (6 154 млн. руб.) МОЭК оплатила авансом в 2007 г. Данное приобретение было в значительной мере профинансировано городом Москвой. В апреле 2008 г. МОЭК выпустила акции для города, общая цена подписки на которые составила 70 800 млн. руб. В 2007 г. город авансом оплатил МОЭК 5 302 млн. руб. из общей суммы подписки. МОЭК использовала полученные 5 302 млн. руб. при

финансировании своего авансового платежа МТК в размере 6 154 млн. руб.

Эти сложные схемы финансирования привели к резкому ухудшению свободного денежного потока МОЭК в 2007 г. (см. раздел «Денежные потоки и обеспеченность процентных выплат»). В то же время эта информация не вполне точно отражает ситуацию, поскольку город обеспечит МОЭК практически отсутствие воздействия на ее денежные потоки в течение указанного периода консолидации. Fitch не ожидает отрицательного воздействия на финансирование деятельности МОЭК в результате данного процесса.

Избыток денежных средств от выпуска в 1 полугодии 2008 г. 91,9 млн. акций (показанного на схеме) и выпуска еще 79 млн. акций к апрелю 2009 г. будет использоваться для финансирования программы капиталовложений МОЭК (см. раздел «Капиталовложения»).

## Финансовые показатели

### Выручка и прибыль

В 2007 г. 89,9% выручки поступало от продаж тепловой энергии (увеличение по сравнению с 88,8% в 2006 г.), в то время как лишь небольшая доля менее 1% поступала от продаж электроэнергии. Остальная часть выручки приходилась на долю услуг по техническому обслуживанию и консультированию, которые МОЭК предоставляет предприятиям теплоэнергетической отрасли в России.

Операционный показатель EBITDAR за 2007 г. составлял 4 635 млн. руб., понизившись на 13,8% по сравнению с 2006 г. (5 376 млн. руб.). Операционная маржа за указанный период уменьшилась с 12% до 9,7%. Основной причиной снижения маржи было повышение расходов на оплату труда почти на 1 млрд. руб. (16,6%) за период с 2006 по 2007 гг., в то время как выручка в течение этого периода увеличилась лишь на 6,6%. МОЭК не ожидает аналогичного увеличения заработной платы в 2008 г.



Компания не расшифровывает операционную прибыль от теплоснабжения по различным группам клиентов (например, коммерческим потребителям и бытовым потребителям). В то же время поскольку в отношении МОЭК действует требование о предоставлении государственной услуги по доставке тепловой энергии в установленный район обслуживания, посегментный анализ операционной прибыли является менее актуальным (поскольку у компании нет возможности смещать акцент с одного сегмента рынка на другой).

Fitch ожидает, что выручка и операционная прибыль в течение следующих трех лет будут относительно стабильными за исключением воздействия от консолидации МТК. После 2011 г. операционная маржа может сократиться из-за более высокой стоимости газа, которая будет обусловлена либерализацией цен на газ. В то же время Fitch ожидает, что к указанному моменту будет проведена реформа регулирования, которая окажет стабилизирующее воздействие на тарифную выручку МОЭК, и будет достигнута значительная операционная экономия в результате программы замены трубопроводов (сокращение потерь и аварий, снижение расходов на техническое обслуживание).

### Субсидирование

МОЭК имеет обязательство перед городом Москвой по продаже тепловой

энергии бытовым потребителям по цене ниже себестоимости. Компания ежегодно получает субсидию, компенсирующую эти убытки. Данная субсидия, которую Fitch рассматривает как составляющую выручки, была равна 8 811 млн. руб. в 2006 г. и 8 939 млн. руб. в 2007 г.

Субсидия МОЭК определяется в годовом бюджете Москвы на основе прогнозов по объемам тепловой энергии, подготовленных компанией. Затем устанавливаются тарифы, исходя из предварительно определенного субсидирования.

Фактические объемы спроса на тепловую энергию являются чувствительными к средней температуре в течение зимы (см. раздел «Риск объемов»), однако субсидия МОЭК не корректируется на фактические объемы потребления. Если зима окажется более холодной, чем ожидалось, это приведет к недостаточности субсидирования. МОЭК может попробовать договориться об определенной компенсации в рамках субсидии следующего года, хотя более вероятно, что соответствующая сумма не будет возмещена компании. Fitch отмечает, что более холодная, чем в среднем, зима может привести к избыточной выручке от тарифов («избыточной» в смысле превышения прогнозов по выручке, на основании которых изначально был установлен тариф). В то же время поскольку тарифная выручка значительно превышает субсидии (в 3,9 раза в 2007 г.), Fitch считает, что, в конечном счете, риск для выручки МОЭК в большей степени исходит от более теплой, чем в среднем, зимы (избыточное субсидирование, но более низкая тарифная выручка), чем от более холодной, чем в среднем, зимы (недостаточное субсидирование, но более высокая тарифная выручка). Эти риски учитываются Fitch при рассмотрении риска объема, который является негативным рейтинговым фактором для МОЭК.

#### *Дебиторская задолженность*

На конец 2007 г. МОЭК имела неоплаченные счета за тепловую энергию на сумму 5 429,5 млн. руб. (14% выручки за 2007 г.). Из этой суммы, 76% было просрочено менее чем на один год, а 66% - менее чем на шесть месяцев.

10 крупнейших потребителей тепловой энергии являются структурами, находящимися в государственной собственности: девять из них являются компаниями по управлению зданиями в округах Москвы, а еще одна - это Мосэнерго. Тот факт, что московские окружные компании по управлению зданиями находятся в государственной собственности, не обеспечивает им высокой кредитоспособности: на конец 2007 г. на долю этих компаний приходилось 77% неоплаченных счетов МОЭК (4 181,7 млн. руб. из общего объема в 5 429,5 млн. руб.). Окружные управляющие компании получают счета за потребление тепловой энергии на своих территориях от МОЭК, а затем должны собирать суммы, на которые выставлены счета, с физических лиц (оплата с которых взимается по фиксированной ставке в зависимости от площади квартиры). В результате, невыполнение обязательств по платежам со стороны управляющих компаний отражает неплатежи со стороны населения, доля которых, по мнению Fitch, продолжит оставаться относительно постоянной (8,7% выручки за 2007 г.), если только не произойдет существенного изменения экономических условий в России.

Несмотря на то что МОЭК имеет очень невысокую подверженность риску контрагента (на долю крупнейшего клиента компании в 2007 г. приходилось лишь 2,1% годовых продаж), компания имеет высокий уровень общей подверженности рискам по такой группе клиентов как бытовые потребители. Если произойдет экономический спад, который вызовет снижение уровня доходов в Москве, это будет негативным рейтинговым фактором для МОЭК, поскольку, вероятно, приведет к увеличению неоплаченных счетов.

#### *Дивиденды*

МОЭК не выплачивала дивидендов своим акционерам в 2006 и 2007 гг. и не



планирует делать этого до завершения программы замены трубопроводов в 2012 г. По мнению Fitch, в обозримом будущем правительство Москвы будет управлять МОЭК таким образом, чтобы обеспечивать надежное снабжение энергией по невысоким ценам, а не как государственным активом, который должен вносить самостоятельный вклад в бюджет Москвы.

### Денежные потоки и обеспеченность процентных выплат

Отрицательный свободный денежный поток в размере 4 996 млн. руб. в 2007 г. является отражением инвестиции МОЭК в приобретение МТК в размере 6 154 млн. руб., значительная часть которой была возмещена МОЭК городом Москвой. Тем не менее, сложная серия сделок, касающихся консолидации системы теплоснабжения Москвы (см. раздел «МТК» выше), недавно привела к отрицательному свободному денежному потоку.

Fitch ожидает, что свободный денежный поток останется отрицательным в течение нескольких лет и ухудшится по сравнению с уровнем 2007 г. по мере расширения программы капиталовложений МОЭК.

### Показатели денежных потоков и коэффициенты обеспеченности

(млн. руб.)	2007	2006
Операционный денежный поток	2 936	1 454
Свободный денежный поток	-4 996	-275,0
Обеспеченность процентных выплат денежными средствами от операционной деятельности (FFO)	2,22	22,96
Обеспеченность постоянных платежей по FFO (x)	1,04	1,59

Источник: МОЭК

С устранением операционного лизинга от Москвы в 2008 г. значительная разница между показателями обеспеченности постоянных платежей и процентных выплат исчезнет. В то же время показатели обеспеченности, вероятно, существенно ухудшатся по мере привлечения компанией новых заимствований (см. раздел «Структура долга и леввередж»).

### Структура долга и леввередж

На конец 2007 г. МОЭК не имела долгосрочного долга. В то же время компания имеет в лизинге операционные активы, предоставленные городом Москвой, за которые МОЭК заплатила 4 385 млн. руб. в 2007 г. и 3 361 млн. руб. в 2006 г. Таким образом, совокупный скорректированный долг МОЭК за 2007 г. в размере 36 374 млн. руб. почти полностью (96,4%) состоял из капитализированного операционного лизинга. К концу 1 полугодия 2009 г. город намерен передать МОЭК все арендуемые ею активы.

На конец 2006 г. МОЭК не имела краткосрочной задолженности, а на конец 2007 г. такая задолженность составляла 116 млн. руб. Эта сумма отражает краткосрочное финансирование на проведение авансовой оплаты за новые трубы, устанавливаемые в 2008 г. МОЭК использует краткосрочные кредиты для управления движением оборотного капитала, в особенности применительно к крупным платежам за поставки тепловой энергии от Мосэнерго и по поставкам газа от Мосрегионгаза. Краткосрочные кредиты в рамках удовлетворения потребностей в оборотном капитале в течение 2007 г. составляли около 9 000 млн. руб. (4 000 млн. руб. в 2006 г.), однако балансы на конец года были равными или близкими к нулю.

На 1 июля 2008 г. МОЭК имела (через 100-процентные дочерние компании) новые привлеченные кредиты в размере 9 023,5 млн. руб. и выпустила новые облигации на сумму 15 млн. руб. На долю кредита от Банка Москвы приходится 9 000 млн. руб. из указанной суммы. Срок погашения по данному кредиту наступает 31 марта 2009 г., однако МОЭК предполагает погасить приблизительно половину основной суммы в ноябре 2008 г. Компания также

привлекла краткосрочный кредит в размере 770 млн. руб. с погашением в октябре 2008 г. Во 2 половине 2008 г. или в 2009 г., если позволит рыночная конъюнктура, МОЭК собирается выпустить обеспеченные облигации на сумму 6 млрд. руб. Компания также намерена получить кредит от ЕБРР в размере 7 млрд. руб. для финансирования программы замены труб (см. раздел «Финансирование капитальных вложений»), и, начиная с 2009 г. МОЭК, вероятно, придется выпустить дополнительные долговые обязательства для финансирования проектов сооружения мощностей комбинированного производства тепловой и электрической энергии и замены труб. В то же время, если МОЭК получит значительный взнос капитала, совокупный долг, по мнению Fitch, будет постепенно снижаться относительно уровня 2008 г.

По мнению Fitch, общий скорректированный долг МОЭК на конец 2008 г. может временно быть выше, чем на конец 2007 г., поскольку с тех пор был привлечен новый долг, а капитализированный лизинг (35 млрд. руб. на конец 2007 г.) не будет полностью устранен до конца мая 2009 г. Агентство ожидает, что общий долг компании на конец 2009 г. будет ниже уровня на конец 2007 г. после устранения указанного лизинга.

### *Лeverедж*

Скорректированный лeverедж МОЭК повысился до 7,8x в 2007 г. по сравнению с 5,1x в 2006 г., отражая увеличение платежей городу в рамках операционного лизинга на 1 024 млн. руб. (которое привело к росту скорректированной задолженности на 8 192 млн. руб.).

В 2008 г. МОЭК должна получить 83 444 млн. руб. поступлений от выпуска акций (80% которых было приобретено городом Москвой). Начиная с 2009 г. компания более не будет иметь операционного лизинга, поскольку в указанном году город передаст компании все находящиеся в лизинге активы. В результате, несмотря на существенную программу капиталовложений, Fitch ожидает, что в 2008 и 2009 гг. чистый лeverедж компании будет отрицательным. В то же время, если компания не получит дополнительные взносы капитала к 2011 г., МОЭК будет иметь высокий уровень лeverеджа, существенно выше исторических уровней.

### *Ликвидность*

МОЭК имеет безотзывную кредитную линию в размере 1 300 млн. руб., из которой использован 161 млн. руб. Уровень денежных средств и эквивалентов является минимальным и составлял 3 млн. руб. на конец 2006 и 2007 гг. В 2007 г. коэффициент покрытия краткосрочной задолженности и текущей части финансового лизинга (в совокупности 586 млн. руб.) денежными средствами и доступными безотзывными кредитными линиями (1 142 млн. руб.) составлял 1,9x. МОЭК полагается на краткосрочное фондирование от Банка Москвы, 44% в котором принадлежит городу, в плане значительной части своих потребностей в оборотном капитале.

Компания также полагается на торговую кредиторскую задолженность (3 537 млн. руб. в 2007 г.), которая является высокой относительно небольшого объема средств на счетах и умеренного объема кредитных линий. Торговая дебиторская задолженность (после резерва на обесценение в 2 235 млн. руб.) составляла 5 118 млн. руб. в 2007 г. Поскольку основная часть этой дебиторской задолженности относится к платежам со стороны бытовых потребителей, МОЭК может столкнуться с проблемами финансирования кредиторской задолженности в случае экономического спада, который существенно затронет население.

### **Анализ сопоставимых эмитентов**

МОЭК не имеет напрямую сопоставимых компаний. Так, Fortum, хотя и является крупной компанией по производству и распределению тепловой энергии, тем не

менее получает основную часть своей EBITDA от выработки электроэнергии. Чистые сетевые компании, такие как CE Electric, работают на стабильных регулируемых рынках и имеют возможность поддерживать левередж на более высоком уровне, чем менее близкие компании-аналоги, при том же уровне рейтинга. Российская государственная компания РусГидро является производителем гидроэлектроэнергии с высоким уровнем маржи. Slovenske Elektrarne имеет более сильные показатели кредитоспособности в сравнении с МОЭК при том же уровне рейтинга, однако ее бизнес как генерирующей компании оптового рынка электроэнергии является более рискованным.

Ожидается, что проекты МОЭК по сооружению мощностей комбинированного производства тепловой и электрической энергии и замене трубопроводов приведут к значительному увеличению общего левереджа. Чистый левередж будет в конечном итоге зависеть от уровня поддержки, получаемой компанией от своего акционера, в том числе потенциальной готовности провести IPO миноритарного пакета акций. Ожидается, что коэффициент обеспеченности процентных платежей будет увеличиваться вне зависимости от этого. Сравнение с CE Electric, которая имеет более высокий левередж, но более низкий показатель обеспеченности процентных платежей, указывает на то, что российские эмитенты столкнутся с относительно высокой стоимостью заимствований.

## Сопоставимые компании сектора

2007	Долго-срочн. РДЭ	Выручка (млн. евро)	Прибыль/выручка (%)	Общий долг (млн. евро)	Общий скорр. долг/ опер. EBITDAR (x)	Чистый скорр. долг/ опер. EBITDAR (x)	Обеспеченность процентных выплат средствами от операционной деятел. (x)	Опер. EBITDAR/ валовые проц. расходы (x)
Fortum Corporation	A	4 479,0	44,8	4 997,0	2,5	2,3	8,4	9,1
CEZ a.s.	A-	6 559,4	43,1	2 752,7	1,0	0,8	24,2	28,0
Enel SpA	A-	43 680,0	23,0	60 169,0	6,0	5,9	3,7	3,3
Edison SpA	BBB+	8 859,0	18,1	2 913,0	1,8	1,8	3,4	4,5
CE Electric UK Funding Company	BBB	47 705,0	9,7	36 374,0	7,8	7,8	1,0	1,0
МОЭК	BBB-	1 326,2	23,1	1 011,2	4,5	3,3	7,3	6,1
РусГидро	BBB-	782,6	70,5	2 343,2	4,3	3,7	2,7	3,2
Slovenske Elektrarne a.s.	BBB-	1 381,5	41,2	589,4	1,0	0,9	15,2	17,0
DTEK Holdings Limited	B+	1 206,5	26,7	272,0	0,8	0,7	14,7	17,9

Источники: данные компаний, Fitch

**ОАО МОСКОВСКАЯ ОБЪЕДИНЕННАЯ ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ**

31 дек. 2007 г.    31 дек. 2006 г.  
млн. руб.        млн. руб.

**Сводный балансовый отчет**

	31 дек. 2007 г. млн. руб.	31 дек. 2006 г. млн. руб.
<b>АКТИВЫ</b>		
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	3,0	3,0
Дебиторская задолженность	3 327,0	4 673,0
Товарно-материальные запасы	204,0	274,0
Прочие текущие активы	5 234,0	4 332,0
Основные средства	4 697,0	2 770,0
Нематериальные активы	993,0	124,0
Прочие долгосрочные активы	17 540,0	10 492,0
<b>ВСЕГО АКТИВОВ</b>	<b>31 998,0</b>	<b>22 668,0</b>
<b>ПАССИВЫ</b>		
Краткосрочная задолженность (в т.ч. текущая часть долгосрочной задолженности)	586,0	262,0
Кредиторская задолженность	3 537,0	3 023,0
Начисления	0,0	0,0
Прочие краткосрочные обязательства	6 949,0	5 039,0
Прочие долгосрочные обязательства	7 227,0	1 799,0
Долгосрочный обеспеченный долг	708,0	283,0
Долгосрочный необеспеченный долг	0,0	0,0
<b>ВСЕГО ПАССИВОВ</b>	<b>19 007,0</b>	<b>10 406,0</b>
<b>СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА</b>		
Доля меньшинства	0,0	0,0
Акционерный капитал и резервы	12 991,0	12 262,0
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>31 998,0</b>	<b>22 668,0</b>
Скорректированная совокупная задолженность	36 374,0	27 433,0

**График погашения задолженности**

**ОЧЕРЕДНОСТЬ ТРЕБОВАНИЙ ПО ДОЛГАМ**

Лизинговые обязательства	1 178,0	545,0
Обеспеченные обязательства	0,0	0,0
Необеспеченные обязательства	116,0	0,0
Конvertируемые обязательства	0,0	0,0
Субординированные обязательства	0,0	0,0
<b>Совокупная задолженность</b>	<b>1 294,0</b>	<b>545,0</b>
Забалансовая задолженность	35 080,0	26 888,0
<b>Общая скорректированная задолженность</b>	<b>36 374,0</b>	<b>27 433,0</b>
Долг без регресса + гибридный компонент со свойствами акционерного капитала	0,0	0,0
<b>Общая скорректированная задолженность с характеристиками акционерного капитала</b>	<b>36 374,0</b>	<b>27 433,0</b>
Скорректированные обязательства~~	36 374,0	27 433,0

**ИСТОЧНИКИ ЗАИМСТВОВАНИЙ**

Банки	0,0	0,0
Рынки капитала	0,0	0,0
Другое	1 294,0	545,0
<b>СОВОКУПНАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ</b>	<b>1 294,0</b>	<b>545,0</b>

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО СРОКАМ ПОГАШЕНИЯ**

Менее 1 года	586,0	262,0
1 - 2 года	0,0	0,0
2 - 5 лет	708,0	283,0
Более 5 лет	0,0	0,0
<b>СОВОКУПНАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ</b>	<b>1 294,0</b>	<b>545,0</b>
Неограниченные в использовании денежные средства и депозиты	3,0	3,0
<b>ТЕКУЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>583,0</b>	<b>259,0</b>
<b>ОБЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>1 291,0</b>	<b>542,0</b>
<b>ОБЩАЯ СКОРРЕКТИРОВАННАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>36 371,0</b>	<b>27 430,0</b>
Скорректированные обязательства за вычетом денежных средств	36 371,0	27 430,0
Ограниченные в использовании денежные средства и депозиты	0,0	0,0

~ в том числе ограниченные в использовании денежные средства

~~ общая скорректированная задолженность с характеристиками акционерного капитала плюс привилегированные акции с характеристиками долга

**ОАО МОСКОВСКАЯ ОБЪЕДИНЕННАЯ ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ**

**Сводный отчет о прибылях и убытках**

	31 дек. 2007 г. млн. руб.	31 дек. 2006 г. млн. руб.
<b>СВОДНЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ</b>		
Выручка*	47 705,0	44 729,0
Себестоимость реализованной продукции	40 155,0	36 922,0
<b>ВАЛОВАЯ ПРИБЫЛЬ</b>	<b>7 550,0</b>	<b>7 807,0</b>
Коммерческие, общие и административные расходы	6 812,0	5 676,0
Прочие операционные расходы **	0,0	0,0
Исключительно в целях презентации: долгосрочная аренда (включенная в статью «Коммерческие, общие и административные расходы» выше)	4 385,0	3 361,0
<b>Операционный показатель EBITDAR</b>	<b>5 123,0</b>	<b>5 492,0</b>
Амортизация основных средств и нематериальных активов	488,0	116,0
Разовый неоперационный доход без регресса***	0,0	0,0
Прибыль/убытки от деятельности ассоциированных компаний	0,0	0,0
Прочие доходы/расходы	-4 385,0	-3 361,0
<b>EBIT</b>	<b>250,0</b>	<b>2 015,0</b>
Процентные доходы	0,0	0,0
Процентные расходы	138,0	93,0
Непроцентные финансовые доходы/расходы	200,0	-144,0
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>312,0</b>	<b>1 778,0</b>
Налог на прибыль	299,0	748,0
Доля меньшинства	0,0	0,0
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ</b>	<b>13,0</b>	<b>1 030,0</b>
Чрезвычайные статьи/Изменения в учетной политике	0,0	0,0
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ ПОСЛЕ ОТРАЖЕНИЯ ЧРЕЗВЫЧАЙНЫХ СТАТЕЙ (до выплаты дивидендов)</b>	<b>13,0</b>	<b>1 030,0</b>

**Сводный отчет о движении денежных средств**

	31 дек. 2007 г. тыс. руб.	31 дек. 2006 г. тыс. руб.
<b>СВОДНЫЙ ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>		
<b>Операционный показатель EBITDAR</b>	<b>5 123,0</b>	<b>5 492,0</b>
Денежные процентные платежи, за вычетом процентных доходов	389,0	261,0
Денежные расходы по уплате налогов	1 062,0	690,0
Дивиденды от ассоциированных компаний	49,0	24,0
Прочие изменения до средств от операционной деятельности ****	-3 552,0	-2 523,0
<b>ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА ОТ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (FFO)</b>	<b>169,0</b>	<b>2 042,0</b>
Изменение оборотного капитала	2 767,0	-588,0
<b>ОПЕРАЦИОННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>2 936,0</b>	<b>1 454,0</b>
Денежный поток, не связанный с операционной деятельностью***	-6 629,0	-135,0
Капитальные вложения	1 303,0	1 594,0
Дивиденды	0,0	0,0
<b>СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-4 996,0</b>	<b>-275,0</b>
Поступления от продажи активов	19,0	649,0
Расходы на приобретение бизнес-активов	0,0	0,0
Доходы от продажи компаний и пакетов акций	0,0	0,0
Особые и другие статьи движения денежных средств	0,0	0,0
<b>ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-4 977,0</b>	<b>374,0</b>
Эмиссия/(Выкуп) акций	5 302,0	0,0
Изменения, связанные с колебаниями валютного курса	0,0	0,0
Прочие статьи, влияющие на движение денежных средств****	-1 074,0	-916,0
<b>ЧИСТЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-749,0</b>	<b>-542,0</b>
<b>ОБЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ НА НАЧАЛО ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>542,0</b>	<b>0,0</b>
Снижение/(увеличение) чистой задолженности	749,0	542,0
<b>ОБЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ НА КОНЕЦ ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>1 291,0</b>	<b>542,0</b>

\* За вычетом налога с продаж, роялти и др. операционных налогов

\*\* Без учета амортизации основных средств и нематериальных активов

\*\*\* Оценки аналитиков

\*\*\*\*Балансирующая статья

**ОАО МОСКОВСКАЯ ОБЪЕДИНЕННАЯ ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ**

**Анализ коэффициентов**

	31 дек. 2007 г. млн. руб.	31 дек. 2006 г. млн. руб.
<b>ДОХОДЫ/ПРИБЫЛЬНОСТЬ</b>		
Прирост выручки (%)	6,7	н.д.
Валовая прибыль/Выручка (%)	15,8	17,5
Опер. ЕБИТДАР/Выручка (%)	10,7	12,3
ЕБИТ/Выручка (%)	0,5	4,5
Прибыль до налогообложения/Выручка (%)	0,7	4,0
Прибыль после налогообложения/Выручка (%)	0,0	2,3
Эффективная налоговая ставка (%)	95,8	42,1
Прибыль после налогообложения/Акционерный капитал (в средн.) (%)	2,5	14,5
Доходность на активы (в средн.) (%)	0,6	5,0
Доходность денежных средств от операционной деятельности на скорректированный капитал (%)	9,5	13,8
Маржа свободного денежного потока (%)	-10,5	-0,6
<b>ПОКАЗАТЕЛИ ОБЕСПЕЧЕННОСТИ</b>		
Денежные средства от операционной деятельности (FFO)/Валовые процентные расходы плюс дивиденды по привилегированным акциям (x)	2,2	23,0
Обеспеченность постоянных платежей по FFO (x)	1,0	1,6
(Опер. ЕБИТДАР-Капвложения/Валовые постоянные платежи (x)	0,8	1,1
Опер. ЕБИТДАР/Чистые постоянные платежи (x)	1,1	1,6
FFO/Процентные расходы за вычетом процентных доходов (x)	2,2	23,0
Коэффициент обеспеченности задолженности за счет свободных денежных средств (x)	-6,7	-0,5
Коэффициент обеспеченности чистых постоянных платежей (x)	1,1	1,5
<b>ЛЕВЕРЕДЖ</b>		
Общая скорректированная задолженность/Опер. ЕБИТДАР (x)	7,1	5,0
Общая скорректированная задолженность за вычетом ден. ср-в/Опер. ЕБИТДАР (x)	7,1	5,0
Скорректированные обязательства за вычетом ден. ср-в/Оп. ЕБИТДАР (x)	7,1	5,0
Чистый левередж, скорректированный по денежным средствам от операционной деятельности (x)	7,8	5,0
Левередж, скорректированный по денежным средствам от операционной деятельности (x)	7,8	5,0
Свободный денежный поток/ Скорректированные обязательства (%)	-13,7	-1,0
Операционный денежный поток (CFO)/Общая задолженность за вычетом денежных средств (%)	227,4	268,3
Операционный денежный поток (CFO)/Скорректированные обязательства за вычетом денежных средств (%)	8,1	5,3
Общая скорректированная задолженность/Общая скорректированная капитализация (%)	73,7	69,1
<b>СТРУКТУРА ФИНАНСИРОВАНИЯ</b>		
Обеспеченная и лизинговая задолженность/Общая задолженность (%)	91,0	100,0
Текущая задолженность/Общая задолженность (%)	45,3	48,1
Забалансовая задолженность /Общая скорректированная задолженность (%)	96,4	98,0
Общая задолженность за вычетом денежных средств/Материальный акционерный капитал (%)	10,8	4,5
<b>ПОКАЗАТЕЛИ, СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ С УЧЕТОМ ПЕНСИОННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>		
Пенсионные обязательства всех типов	16,0	8,9
Чистый левередж, скорректированный с учетом пенсионных обязательств	7,1	5,0
Коэффициент нетто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств	0,0	0,0
Коэффициент нетто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств (расчетный)	1,2	1,5
Расчетные процентные расходы	0,0	0,0
Коэффициент брутто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств	0,0	0,0
Коэффициент брутто-обеспеченности, скорректированный с учетом пенсионных обязательств (расчетный)	1,2	1,5
<b>ЦИКЛ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА</b>		
Средний срок оборота товарно-материальных активов (дней)	2,2	2,7
Средний срок оборота дебиторской задолженности (дней)	30,6	38,1
Средний срок оборота рабочего капитала, брутто (дней)	32,8	40,8
Средний срок оборота кредиторской задолженности (дней)	29,8	29,9
Средний срок оборота денежных средств (дней)	3,0	11,0
<b>ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ</b>		
Амортизация основных средств	300,0	76,0
Амортизация нематериальных активов	188,0	40,0
Капитальные вложения/Амортизация основных средств(x)	4,3	21,0
Операционный денежный поток (CFO)/Капитальные вложения (x)	2,3	0,9
Капитализированные проценты	0,0	0,0
Затраты на лизинг/аренду за счет краткосрочных активов	0,0	0,0
Затраты на лизинг/аренду за счет долгосрочных активов	4 385,0	3 361,0
Условные обязательства	9 041,0	684,0
Исключительные статьи в операционных издержках	0,0	0,0
Зарплата/Выручка (%)	13,8	12,6
НИОКР (нетто)/Выручка (%)	0,0	0,0

© 2008 г. Владелец авторских прав: Fitch, Inc., Fitch Ratings, Ltd. и дочерние компании. State Street Plaza, NY, NY 10004. Телефон: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Факс: (212) 480-4435. Любое воспроизведение данного материала, полностью или частично, без разрешения владельца запрещено. Все права защищены. Вся приведенная здесь информация основывается на данных, полученных от эмитентов, других заемщиков, андеррайтеров и из иных источников, которые Fitch считает надежными. Fitch не проводит аудита и не проверяет правильность или точность таких данных. Соответственно, информация, содержащаяся в настоящем отчете, публикуется на условиях «как есть», без каких-либо заверений и гарантий. Рейтинги Fitch представляют собой мнение относительно кредитоспособности ценной бумаги. Рейтинги не являются мнением относительно риска убытков вследствие каких-либо факторов, кроме кредитных рисков, за исключением случаев, когда это оговорено отдельно. Fitch не занимается размещением или продажей ценных бумаг. Отчет с обоснованием рейтингов Fitch не является проспектом эмиссии и не может рассматриваться в качестве информации, которая была подобрана и проверена эмитентом или его агентами и представлена инвесторам в связи с продажей ценных бумаг. Рейтинги могут быть изменены или отозваны, временно или окончательно, в любое время и по любой причине по усмотрению Fitch. Агентство Fitch не предоставляет каких-либо консультаций по вопросам инвестиций. Рейтинги не являются рекомендацией «покупать», «продавать» или «держат» какую-либо ценную бумагу. Обоснование рейтингов не является мнением относительно приемлемости рыночной цены или соответствия той или иной ценной бумаги целям и задачам конкретных инвесторов, а также относительно применения налоговых освобождений или налогообложения каких-либо выплат в отношении ценных бумаг. Fitch получает вознаграждение от эмитентов, страховщиков, поручителей, прочих заемщиков и андеррайтеров за присвоение рейтингов ценным бумагам. Размер такого вознаграждения, как правило, варьируется в пределах от 1 000 долл. до 750 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте) за эмиссию. В некоторых случаях Fitch присваивает рейтинг всем или нескольким эмиссиям эмитента, либо эмиссиям, застрахованным/гарантированным одним страховщиком/поручителем, за одно общее годовое вознаграждение. Размер такого вознаграждения обычно варьируется в пределах от 10 000 долл. до 1 500 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте). Присвоение, публикация или распространение рейтингов Fitch не является разрешением агентства на использование его названия в качестве ссылки на экспертное мнение в связи с какими-либо регистрационными документами, предоставляемыми согласно законодательству США о ценных бумагах, Закону Великобритании о финансовых услугах и рынках 2000 г. или законодательству о ценных бумагах соответствующей страны. Вследствие более высокой эффективности электронных средств публикации и распространения информации, аналитические отчеты Fitch могут поступать подписчикам электронных версий до трех дней раньше, чем подписчикам печатных версий.