



Анализ спекулятивной привлекательности ОБЛИГАЦИЙ ТГК-2

Отчет составлен на базе анализа финансовой отчетности эмитента, новостей об эмитенте и аналитических заявлений агентств

Алексей Бачеров

08.02.2013

Мы постарались комплексно изложить наше виденье на облигации эмитента на базе имеющихся у нас данных, которые мы подчерпнули из открытых источников. Мы не настаиваем на исключительности наших оценок. Вы можете не доверять и сомневаться во всем, что здесь изложено. Если вы решитесь использовать этот отчет в качестве отправной точки или обоснованием для своих инвестиций или спекуляций, то целиком и полностью несете ответственность за принятое вами решение.

Оглавление

Общие выводы по проведенному анализу.....	1
Спекуляция облигациями эмитента	2
Новостной блок по эмитенту.....	2
Анализ коэффициентов ликвидности и долговых коэффициентов эмитента.....	8
Контакты.....	10

Общие выводы по проведенному анализу

Ситуация вокруг облигаций ТГК-2 интересна. С одной стороны крупнейшее рейтинговое агентство понизило кредитный рейтинг выпуска до мусорного (дефолтного). С другой - компания уже больше 5 лет плывет не лучше топора по волнам финансового мира, о чем свидетельствует негативная, весьма стабильная, динамика финансовых показателей за это время. И все это весьма на позитивном новостном фоне за последние месяцы.

Важным аспектом, является тот факт, что ТГК-2 является одной из крупнейших теплоэнергетических компаний Севера и Северо-Запада России. Компания занимается производством электрической и тепловой энергии, а также реализацией тепла (пара и горячей воды) потребителям. В конфигурацию ТГК-2 входят генерирующие предприятия 6 регионов - Архангельской, Вологодской, Костромской, Новгородской, Тверской и Ярославской областей. Иными словами можно сказать, что устойчивость предприятия с политической и социальной точки зрения фундаментально.

Бедственное положение ТГК-2 (но за последний год 2012 компания собирается показать прибыль, поэтому не такое уж оно и бедственное) в крайнем случае с большой долей вероятности будет поддержано на государственном уровне. Что дает высокий уровень надежности по долгам эмитента. Кроме этого эмитент готовится к доп эмиссии акций с целью капитализировать свои долги.

На наш взгляд спекулятивные вложения в облигации ТГК-2 могут дать доход в 46% годовых при риске дефолта не более 5%.

Промежуточные купонные выплаты 19 марта 2013 года, могут стать дополнительным подтверждением платежеспособности эмитента в краткосрочной перспективе, а займ могучего банка Китая в 14 млрд рублей способен с легкостью перекрыть облигационный займ.

Спекуляция облигациями эмитента

Облигации серии БО-01 №4B02-01-10420-A от 27.08.2010, ММББ ISIN RU000A0JR1F6

Дата начала размещения: 21.09.2010

Дата окончания размещения: 24.09.2010

Дата погашения: 17.09.2013

Текущая цена: 84,99%

НКД на дату написания: 35,26

Ожидаемые купоны: 44,88 19.03.2013 и 17.09.2013

Доходность к погашению с учетом уплаты НКД на дату составления отчета 46,61% годовых или 28,22% абсолютная.

Кредитный рейтинг облигаций был понижен FITCH 04.05.2012 до C!



Новостной блок по эмитенту

Комментарии Fitch Ratings.

Понижение рейтингов отражает слабый уровень генерирования денежных средств и ликвидности у ТГК-2, а также значительные выплаты по краткосрочному долгу в 2012 г. Кроме того, рейтинги компании сдерживаются слабым корпоративным управлением в сравнении с международными стандартами. Хотя аудированная отчетность по МСФО за 2011 г. еще не опубликована, Fitch

полагает, что в 2011 г. финансовые показатели компании остались слабыми, и улучшение в 2012 г. остается неопределенным.

Fitch оценивает ликвидность ТГК-2 как слабую и недостаточную для выполнения текущих обязательств. На это указывают небольшой объем имеющихся денежных средств в размере 225 млн. руб. на конец 1 кв. 2012 г. относительно краткосрочного долга в размере 8 млрд. руб., увеличение торговой кредиторской задолженности и прогнозируемый агентством Fitch отрицательный показатель денежных средств от операционной деятельности (FFO).

Компания своевременно погасила купон по рублевым облигациям на 5 млрд. руб. в марте 2012 г., однако Fitch выражает обеспокоенность по поводу того, что у нее могут возникнуть сложности с дальнейшими выплатами, включая следующий купон на сумму около 225 млн. руб. в сентябре 2012 г. Вместе с пересмотренными агентством перспективами возвратности средств это привело к понижению рейтингов облигаций на два уровня.

В 1 кв. 2012 г. ТГК-2 получила новые кредиты от крупнейших российских банков на общую сумму более 500 млн. руб., включая овердрафт. Fitch расценивает доступность дополнительного долгового финансирования как неопределенную, несмотря на проводимые компанией переговоры с банками.

В декабре 2011 г. ТГК-2 объявила о плане нового выпуска акций на сумму 13,5 млрд. руб. по закрытой подписке. Данный выпуск был зарегистрирован 1 марта 2012 г. по 0,01 руб. за акцию, что равно номинальной стоимости акций, и это существенно выше текущей рыночной цены. Предыдущий выпуск акций, объявленный в июле 2010 г., на 19 млрд. руб., был отменен Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг России в октябре 2011 г. ввиду недоподписки и из-за иска, выдвинутого миноритарными акционерами ТГК-2 к мажоритарному акционеру, Группе СИНТЕЗ.

С учетом объема долга с наступающими сроками погашения и сохранения слабого операционного денежного потока, агентство полагает, что ТГК-2 может потребоваться реструктурировать свои долговые обязательства в течение 2012 г. Если это произойдет, вероятно, последует дальнейшее понижение рейтингов. И, напротив, успешное продление сроков погашения долга или завершение объявленного выпуска акций оказало бы позитивное влияние на рейтинги.

Агрессивная структура капитала у ТГК-2 является ключевым фактором обеспокоенности для Fitch. В то же время операционная деятельность компании также является слабой, несмотря на прогресс с переводом генерирующих мощностей с мазута на природный газ в Архангельской области. Около половины выручки ТГК-2 поступает от регулируемых монопольных продаж тепловой энергии. Кроме того, существенная доля электроэнергии производится ТГК-2 на регулируемом рынке Архангельской области. В 2011 г. ТГК-2 согласно отчетности имела убыток до налогообложения в размере 2,6 млрд. руб., что свидетельствует об очень слабой операционной деятельности. Fitch считает, что государственные меры контроля за тарифами ЖКХ отчасти являются причиной таких слабых результатов.

Дополнительными негативными факторами для рейтингов и кредиторов ТГК-2 являются неразрешенные вопросы в области корпоративного управления, включая длительное судебное разбирательство между группами акционеров, сделки со связанными сторонами, которые не

приносят очевидной экономической выгоды, а также тот факт, что в совете директоров компании по-прежнему нет независимых директоров и представителей миноритарных акционеров (несмотря на предложения разрешить данный вопрос).

ТГК-2 - компания, занимающаяся генерированием тепловой и электрической энергии, которая ведет деятельность в шести регионах на севере европейской части России. ТГК-2 владеет 15 ТЭЦ, 13 котельными и 2 000 км тепловых сетей. Суммарная установленная электрическая мощность компании составляет 2 237 МВт, а тепловая мощность - 9 461 Гкал/ч. Компания также арендует 56 котельных у местных органов власти.

[14.12.2012 16:02] Fitch Ratings отозвало рейтинги ОАО Территориальная Генерирующая Компания №2 ("ТГК-2")

Fitch Ratings отозвало рейтинги ОАО Территориальная Генерирующая Компания №2 ("ТГК-2"): долгосрочный рейтинг дефолта эмитента в иностранной и национальной валюте "СС", национальный долгосрочный рейтинг "СС(rus)", приоритетный необеспеченный рейтинг облигаций на 5 млрд. рублей с погашением 17 сентября 2013 г. "С"/"RR6", национальный приоритетный необеспеченный рейтинг облигаций на 5 млрд. рублей с погашением 17 сентября 2013 г. "С(rus)".

Fitch отозвало рейтинги "ТГК-2", так как компания приняла решение прекратить участвовать в рейтинговом процессе, говорится в пресс-релизе агентства. Таким образом, Fitch больше не будет иметь достаточной информации для поддержания рейтингов. Соответственно, агентство больше не рейтингует данного эмитента и не проводит по нему анализ.

[19.12.2012 16:39] "ТГК-2" за 11 месяцев 2012 года увеличила выработку электроэнергии на 8,3%

Предприятия ОАО "Территориальная генерирующая компания №2" выработали за 11 месяцев текущего года 8,501 млрд. кВтч электроэнергии, что на 8,3% выше показателей за 11 месяцев прошлого года, говорится в пресс-релизе компании. Полезный отпуск электроэнергии в январе-ноябре 2012 года составил 7,260 млрд. кВтч против 6,615 млрд. кВтч за аналогичный период прошлого года.

Отпуск тепловой энергии с коллекторов за 11 месяцев 2012 года увеличился на 1,3% и составил 15,957 млн. Гкал. Полезный отпуск тепловой энергии за январь-ноябрь текущего года составил 14,883 млн. Гкал против 14,411 млн. Гкал по сравнению с 11 месяцами 2011 года.

Основными причинами роста производства и отпуска электрической и тепловой энергии стали ввод в эксплуатацию нового энергоблока - ПГУ мощностью 210 МВт в Великом Новгороде и увеличение потребления со стороны промышленности в ряде регионов присутствия ТГК-2, отмечает компания.

[22.01.2013 11:49] Китайские Huadian и ICBC предоставят \$399,8 млн ТГК-2 на строительство ПГУ-ТЭЦ в Ярославле

5

Китайская корпорация Huadian и Индустриально-коммерческий банк КНР (ICBC) подписали комплект документов по кредитному договору с ТГК-2, сообщает российская компания. "Подписанные документы подтверждают выдачу кредита в размере \$399,8 млн. (порядка 14 млрд. рублей) на реализацию инвестиционного проекта ТГК-2 по строительству ПГУ-ТЭЦ мощностью 450 МВт в Ярославле", - отмечается в пресс-релизе ТГК-2.

"Общая стоимость проекта составляет 20 млрд. рублей, - отмечает председатель совета директоров ТГК-2 Андрей Королев. – Мы с китайскими партнерами последовательно и неукоснительно реализуем достигнутые договоренности по привлечению первых прямых инвестиций такого уровня в электроэнергетику России в рамках ДПМ".

По данным компании, 70% от стоимости проекта составляют заемные средства банка, 30% - собственные средства участников.

Инвестиционный проект по строительству нового энергообъекта в Ярославле является международным, реализуется ОАО "ТГК-2" и китайской корпорацией Huadian. ПГУ-ТЭЦ будет вырабатывать электрическую и тепловую энергию с использованием современного оборудования парогазового цикла. Ввод в эксплуатацию энергоблока позволит решить проблему энергодефицита в Ярославле, а также повысит надежность энергоснабжения потребителей.

[11.09.2012] ИФК МЕТРОПОЛЬ

ФК МЕТРОПОЛЬ: Вероятность дефолта по облигациям ТГК-2 из-за невыплаты ближайших купонов низкая

ТГК-2: результаты встречи с менеджментом компании

По результатам встречи и заявлениям менеджмента, средства для выплаты купона в размере 225 млн. рублей компанией зарезервированы и будут перечислены вовремя

В последнее время доходность облигаций ТГК2 существенно возросла. Доходность к погашению ТГК2 В001 составляет ≈24% (17/9/2013).

Некоторые участники рынка считают, что существует вероятность невыплаты купона в размере ≈225 млн. руб. 18 сентября (на балансе по состоянию на 30 июня денежные средства составляют 255 млн. руб., краткосрочные финансовые вложения – 36 млн. руб.).

Мы встретились с менеджментом компании ТГК-2. По словам менеджмента, средства для выплаты купона в размере 225 млн. рублей компанией зарезервированы и будут перечислены вовремя. 225 млн. рублей не сильно отличаются от среднемесячной нагрузки по выплате процентов по долгу. По нашим подсчётам, ежемесячные выплаты по долгу (кредиты, облигация)

составляют порядка 140-200 млн. рублей. Мы считаем, что закрывать доступ к долговому рынку из-за 225 млн. рублей нецелесообразно.

Допэмиссия является чрезвычайно важным фактором кредитоспособности компании в будущем. До этого момента (ожидается в 2013 году) и, учитывая договоренность о рефинансировании краткосрочных кредитов у банков, вероятность дефолта по облигациям TSK2 BO01 из-за невыплаты купонов 18/09/2012 и 19/03/2013 мы расцениваем как низкую.

По результатам встречи с менеджментом ТСК-2:

Увеличение дюрации пассивов

Компании удалось договориться о рефинансировании краткосрочных заимствований в размере \approx 6 млрд. руб. (на 30 июня 2012 года у компании \approx 8 млрд. рублей краткосрочной задолженности). Таким образом, компания успешно увеличивает дюрацию пассивов, что важно, учитывая долгосрочность ДПМ проектов.

У компании нет неиспользованных гарантированных кредитных линий (committed credit lines), однако несколько крупных коммерческих банков готовы предоставить ТСК 2 кредитные линии в случае необходимости.

Необходимые инвестиции в ДПМ составляют \approx 2,5 млрд. рублей

Для завершения финансирования ДПМ проектов компании потребуется привлечь всего 2,5 млрд. рублей (мы ожидали 13 млрд. рублей). Отсутствие острой необходимости в финансировании ДПМ (2,5 млрд. по заявлениям компании против 13 в нашем прогнозе) воодушевляет, так как ДПМ составляют практически 100% доли EBITDA компании, а невыполнение инвестпрограммы по ДПМ несёт за собой штрафные санкции. По нашим подсчётам, только ДПМ позволит дополнительно заработать 5-6 млрд. рублей на уровне EBITDA за 2012-2013 годы.

Ранее мы рассчитывали, что допэмиссия акций на \approx 13 млрд. рублей как раз и должна была стать источником финансирования оставшейся части инвестпрограммы по ДПМ. По заявлениям менеджмента, средства от допэмиссии, в случае ее удачного проведения, будут потрачены на погашение долгов и инвестиции вне ДПМ. В частности, порядка 5 млрд. рублей, ожидаемых от допэмиссии, планируется потратить на модернизацию существующих мощностей. В перспективе это позволит компании успешно проходить КОМ (конкурентный отбор мощности) и зарабатывать на маргинальном рынке электроэнергии за счет эффективности мощностей.

Компания выйдет на точку безубыточности по прибыли уже в 2012 году

За семь месяцев работы прирост чистой прибыли по сравнению с прошлым годом составил \approx 280 млн. рублей, а за 1П 2012 чистая прибыль компании составила \approx 1 млрд. рублей. Компания планирует выйти на точку безубыточности уже в 2012 году (мы ожидали только в 2014 г.). По результатам 2012 года, компания ожидает чистую прибыль на уровне 53 млн. рублей, EBITDA на уровне 5 млрд. руб. Наш прогноз -1,2 млрд. руб. прибыли и 3,5млрд. руб. EBITDA, соответственно.

Пресс-релиз от 22.01.2013

Крупнейший по капитализации банк Китая подтвердил выдачу кредита на реализацию инвестиционного проекта ТГК-2

На торжественной церемонии в Китае подписан комплект документов по кредитному договору между ТГК-2, китайской корпорацией Huadian и Индустриально-коммерческим банком КНР (ICBC).

Подписанные документы подтверждают выдачу кредита в размере 399,8 миллионов долларов (порядка 14 млрд рублей) на реализацию инвестиционного проекта ТГК-2 по строительству ПГУ-ТЭЦ мощностью 450 МВт в Ярославле.

«Общая стоимость проекта составляет 20 миллиардов рублей, - отмечает Председатель Совета директоров ТГК-2 Андрей Королев. – Мы с китайскими партнерами последовательно и неукоснительно реализуем достигнутые договоренности по привлечению первых прямых инвестиций такого уровня в электроэнергетику России в рамках ДПМ».

Напомним, что 70% от стоимости проекта составляют заемные средства банка, 30% - собственные средства участников.

Инвестиционный проект по строительству нового энергообъекта в Ярославле является международным, реализуется ОАО «ТГК-2» и китайской корпорацией Huadian. ПГУ-ТЭЦ будет вырабатывать электрическую и тепловую энергию с использованием современного оборудования парогазового цикла. Ввод в эксплуатацию энергоблока позволит решить проблему энергодефицита в Ярославле, а также повысит надежность энергоснабжения потребителей.

Справка

«Территориальная генерирующая компания №2» создана в апреле 2005 года. ТГК-2 является одной из крупнейших теплоэнергетических компаний Севера и Северо-Запада России. Генеральный директор компании – Владлен Александрович. Компания занимается производством и реализацией электрической и тепловой энергии. Предприятия ТГК-2 расположены в Архангельской, Вологодской, Костромской, Новгородской, Тверской и Ярославской областях.

Корпорация «Хуадянь» - одна из пяти государственных энергетических компаний Китая, созданных в конце 2002 года в результате реформы энергетической системы КНР. Установленная мощность объектов Корпорации «Хуадянь» составляет 77 500 МВт. Общая стоимость активов компании составляет около 48,5 млрд. долларов США.

ICBC – крупнейший в мире банк по рыночной капитализации.

Пресс-релиз от 29.01.2013

ТГК-2 получит чистую прибыль по итогам 2012 года

ОАО «Территориальная генерирующая компания №2» получит, по оперативным данным, чистую прибыль в размере 51,237 млн рублей по итогам 2012 года против убытка в размере 2,531 млрд

рублей годом ранее. Генеральный директор ТГК-2 Владлен Александрович отмечает, что компания впервые за несколько лет выходит на безубыточный уровень.

В течение всего 2012 года ТГК-2 фиксировала положительные промежуточные результаты. Основными факторами, повлиявшими на итоговый финансовый результат стали перевод двух ТЭЦ в Архангельской области с мазута на газ и увеличение выручки от продажи электроэнергии на оптовом рынке после ввода в эксплуатацию ПГУ-210 МВт в Великом Новгороде.

Кроме того, в ТГК-2 были приняты дополнительные меры, направленные на сокращение издержек, оптимизацию кредитного портфеля и улучшение финансового состояния.

Справка

«Территориальная генерирующая компания №2» создана в апреле 2005 года. ТГК-2 является одной из крупнейших теплоэнергетических компаний Севера и Северо-Запада России. Генеральный директор компании – Владлен Александрович. Компания занимается производством и реализацией электрической и тепловой энергии. Предприятия ТГК-2 расположены в Архангельской, Вологодской, Костромской, Новгородской, Тверской и Ярославской областях.

Анализ коэффициентов ликвидности и долговых коэффициентов эмитента

На основе данных бухгалтерской отчетности за периоды с 2006 по 2011 годы, мы вычисляли коэффициенты, которые позволяют определить возможность наступления дефолта по своим долгам, в особенности по облигационному займу. В данном случае нас не интересуют финансовые показатели с точки зрения прогнозирования прибыльности и роста. Мы опираемся исключительно на возможность компании погасить свои долги.

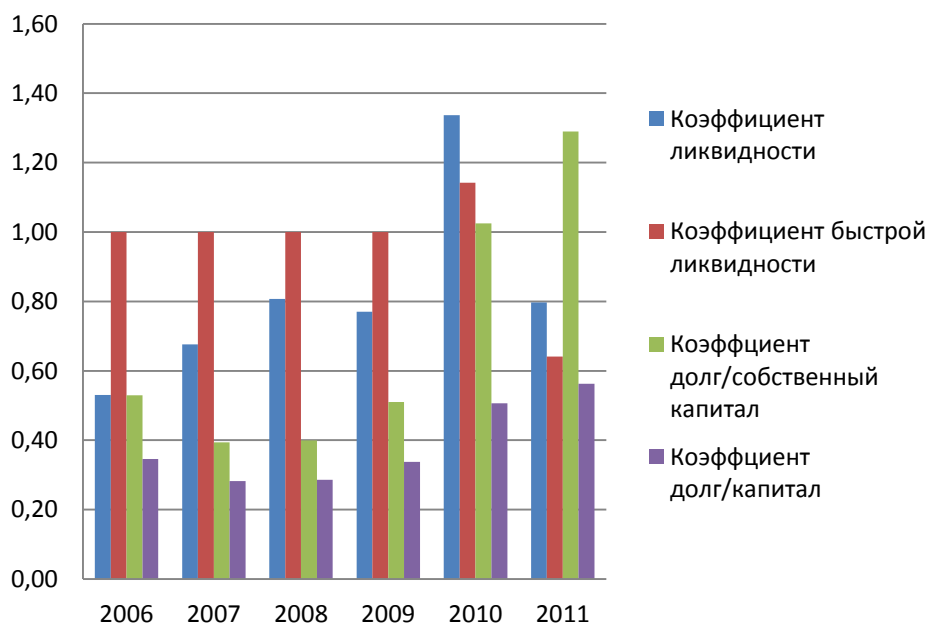
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Коэффициент ликвидности ¹	0,53	0,68	0,81	0,77	1,34	0,80
Коэффициент быстрой ликвидности	1,00	1,00	1,00	1,00	1,14	0,64
Коэффициент денежной ликвидности	-0,47	0,12	0,10	-0,07	0,14	0,01
Коэффициент долг/собственный капитал ²	0,53	0,39	0,40	0,51	1,02	1,29
Коэффициент долг/капитал	0,35	0,28	0,29	0,34	0,51	0,56

¹ Коэффициент ликвидности – отражает риск ликвидности (покрытия). Считается, что хорошим показателем должно быть значение не меньше равное не меньше 2, однако для разных отраслей, лучше использовать среднеотраслевой показатель. Значение меньше единицы указывает что обязательства фирмы на следующий год превышают текущие активы.

² Коэффициенты долга – позволяют определить возможность оплатить долги фирмы за счет собственного капитала, или за счет привлеченного и собственного капитала. Значение первого коэффициента выше 1, является сигналом акционерам, что долги превзошли собственный капитал и можно сказать что фирма начинает принадлежать кредиторам. Если же значение второго коэффициента стремится к 1 или начинает превышать его, то компания принадлежит исключительно кредиторам (с финансовой точки зрения).

	3 кв. 2012
Коэффициент ликвидности	0,78
Коэффициент быстрой ликвидности	0,68
Коэффициент денежной ликвидности	0,00
Коэффициент долг/собственный капитал	1,32
Коэффициент долг/капитал	0,57

Коэффициент устойчивости



Исторический оценки показывают, что коэффициент ликвидности у компании находится на уровне исторических значений, что может служить фактором определяющим плохое но стабильное положение и, возможно, характерное для данной отрасли.

Опасение вызывает второй коэффициент – долг/капитал. Который показывает постоянный рост и начиная с 2010 года достиг величин близких к критическим. При этом сравнивая показатели 2011 года и 3 кв. 2012 можно увидеть сохранение динамики.

Контакты

Отчет подготовлен

Бачеровым Алексеем Викторовичем

Телефон для связи: +7 903 963 55 51

Адрес электронной почты: lex@bull-n-bear.ru