

НЕ СЛИШКОМ ЩЕДРОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Компания размещает биржевые облигации

Новый выпуск знакомого эмитента. Завтра закрывается книга заявок на приобретение биржевых облигаций генерирующей компании ТГК-2. Параметры выпуска приведены в таблице справа. Наличие у эмитента кредитного рейтинга позволяет рассчитывать на включение биржевых облигаций ТГК-2 в список репо ЦБ, в который уже включен обращающийся выпуск ТГК-2-1. Эмитент достаточно хорошо известен рынку, поэтому мы остановимся на факторах, оказывающих, на наш взгляд, наибольшее влияние на кредитный профиль эмитента.

Среди сильных сторон ТГК-2 мы отмечаем следующие.

- **Крупнейшая теплоэнергетическая компания севера России.** ТГК-2 является крупнейшей теплоэнергетической компанией, осуществляющей операции на севере России и объединяющей генерирующие мощности Архангельской, Вологодской, Костромской, Новгородской, Тверской и Ярославской областей. Установленная электрическая мощность электростанций ТГК-2 составляет около 2 577 МВт, а установленная тепловая мощность – почти 12,8 тыс. Гкал/ч.
- **Принадлежность к отрасли, традиционно отличающейся невысоким уровнем кредитного риска.** Около половины выручки компании формируется за счет выработки и передачи тепловой энергии, что является достаточно стабильным регулируемым бизнесом с низкой волатильностью денежных потоков.
- **Положительная кредитная история.** ТГК-2 характеризуется положительной кредитной историей своих публичных долговых обязательств. Заметим, что оферты, последняя из которых состоялась на прошлой неделе, компания исполняла в срок и в полном объеме.
- **Хорошие отношения с госбанками.** Основными кредиторами ТГК-2 традиционно являлись госбанки, и именно они оказали компании существенную поддержку в период кризиса. На начало 2010 г. 76% кредитного портфеля ТГК-2 приходилось на пять кредиторов из числа госбанков, причем доля ВТБ в долговом портфеле компании составляла 38%.

Вместе с тем кредитный профиль ТГК-2 мы считаем достаточно рискованным, прежде всего в связи со следующими факторами.

- **Кредитные метрики компании выглядят довольно слабо.** Компания отличается высоким уровнем долговой нагрузки (на середину текущего года отношение Чистый долг/ЕБИТДА превышало 5) и значительной волатильностью денежных потоков (см. таблицу ниже). Четверть генерирующих мощностей компании работает на мазуте, цены на который с начала 2010 г. увеличились на 31,9%, что вызывает высокую волатильность доходов компании. Дело в том, что тариф на отпуск электро- и теплоэнергии

Информация о выпуске ТГК-2 БО-1

Эмитент	ОАО "ТГК-2"
Рейтинг (S/M/F)	Fitch: B
Общий объем	5 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Не предусмотрена
Ориентир ставки купона	8,5 - 9,0%
Ориентир по доходности	YTM 8,68 - 9,2%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	16 сентября 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	21 сентября 2010 г.

Компания размещает биржевые облигации

устанавливается на год вперед, а цены на мазут изменяются ежемесячно. Кроме того, ликвидная позиция компании остается весьма неустойчивой, учитывая, что более 60% долга ТГК-2 является краткосрочным.

- **Проблемы в сфере корпоративного управления.** Основным акционером ТГК-2, имеющим 44,84% акций компании, является компания «Корес Инвест», подконтрольная Группе «Синтез». При этом владеющие порядка 30% акций ТГК-2 миноритарии через суд требуют от Корес Инвест выкупить миноритарные пакеты в рамках обязательной оферты, при этом общая сумма претензий составляет порядка 12,7 млрд руб. Этот конфликт уже однажды привел к тому, что ФСФР приостановила допэмиссию акций ТГК-2, в ходе которой компания рассчитывала выручить около 800 млн руб. В настоящий момент ТГК-2 находится в процессе осуществления допэмиссии, в результате которой капитал компании может увеличиться на 19 млрд руб. Успешное размещение допэмиссии, безусловно, оказало бы значительное позитивное влияние на кредитный профиль ТГК-2, принимая во внимание высокий уровень долговой нагрузки эмитента. Однако учитывая продолжающийся конфликт между акционерами, пока процесс допэмиссии не завершен, нельзя исключать возникновения неприятных сюрпризов. На наш взгляд, в настоящий момент поддержка со стороны госбанков является ключевым фактором стабильности операционной деятельности ТГК-2.

Ключевые финансовые показатели ТГК-2, млн руб.

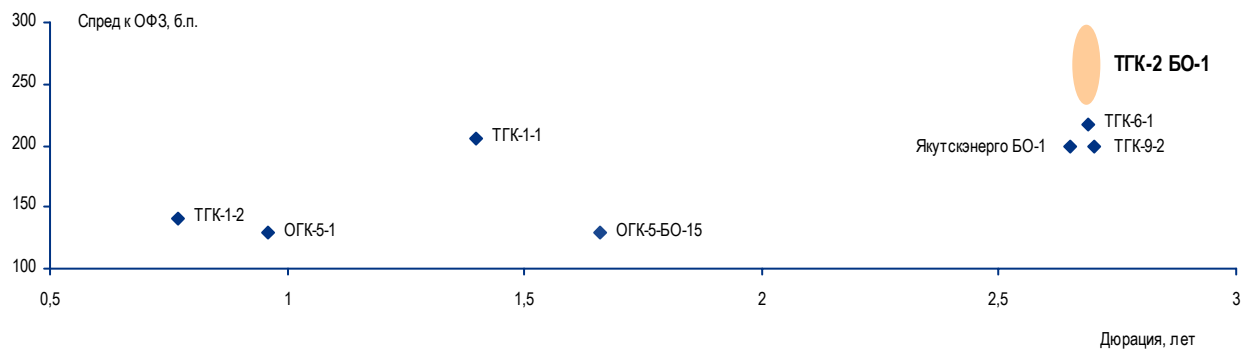
	МСФО			РСБУ	
	2008	2009	Изм. 2009/ 2008, %	2009	I н/г 2010
Выручка	23 163	25 982	12	25 892	14 723
ЕБИТДА	(1 721)	1 291	-	1 703	977
Совокупный долг, в т.ч.	8 007	10 846	35	10 846	13 178
<i>краткосрочный долг</i>	7 097	8 840	25	8 840	8 786
Денежные средства	186	860	362	157	2 098
Чистый долг	7 821	9 986	28	10 689	11 080
Собственный капитал	20 078	21 311	6	17 488	17 737
Активы	32 343	37 290	15	31 979	33 884
Операционный ден. поток	(38)	531	-		
Капитальные затраты	9 572	1 763	(82)		
Кэффициенты					
Рентабельность по ЕБИТДА, %	-	5,0		6,6	6,6
Долг/ЕБИТДА	-	8,4		6,4	6,7
Чистый долг/ЕБИТДА	-	7,7		6,3	5,7
ЕБИТДА/Проценты	-	1,2		1,7	1,4
Долг/Собственный капитал	0,4	0,5		0,6	0,7
Козф. текущей ликвидности	0,8	0,8		1,0	1,1
Доля краткосрочного долга, %	88,6	81,5		81,5	66,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Позиционирование выпуска. Ориентир организаторов по доходности размещаемого выпуска ТГК-2-БО-1 находится в диапазоне 8,68–9,2%, что предполагает спред к ОФЗ, равный 240–295 б.п. Еще два месяца назад ликвидность облигаций эмитентов сектора электроэнергетики вряд ли можно было назвать высокой, однако в последнее время компании данного сектора стали активно выходить на рынок с новыми займами. В то же время не все размещенные в последнее время выпуски могут служить ориентиров для определения справедливого уровня доходности облигаций ТГК-2. Приведенный ниже график отражает спред доходности выпусков эмитентов энергетического сектора к ОФЗ с учетом дюрации. Из графика видно, что верхний уровень доходности размещаемого выпуска ТГК-2 предполагает премию к облигациям подконтрольной государству компании «Якутскэнерго» (Fitch: BB) и контролируемой Газпромом (BBB/Vaa1/BVV) ТГК-1 (NR) не более 95–100 б.п., что, на наш взгляд, является заниженным уровнем, учитывая разницу в кредитном качестве эмитентов. По нашему мнению, справедливый спред должен составлять не менее 150 б.п., что соответствует доходности выпуска ТГК-2 БО-1, равной 9,7% (купон – 9,5%). В то же время прошедшие недавно размещения облигаций подконтрольных КЭС-Холдингу генерирующих компаний – ТГК-6 и ТГК-9 (у обеих компаний кредитный рейтинг отсутствует) – показали, что по итогам сбора заявок уровень доходности может оказаться заметно ниже ожиданий аналитиков.

Предложенный ориентир трудно назвать привлекательным

Диаграмма доходностей рублевых облигаций*



*Данные указаны по состоянию на 14 сентября 2010 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артеми Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhthinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010