

ТГК-2: первый «дефолт» в секторе электроэнергетики



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

30 августа 2013 г.

ТГК-2 объявила о реструктуризации своего выпуска на 5 млрд рублей примерно за месяц до погашения, создав прецедент «дефолта» в сегменте облигаций электроэнергетики. Однако нельзя сказать, что это стало настоящим сюрпризом для рынка: неэффективной компанией, чьи ДМП-проекты еще не начали генерировать прибыли, владела частная и непрозрачная группа «Синтез», что было отражено в доходности. Мы не считаем, что данный случай можно экстраполировать на сектор в целом.

Вадим Паламарчук
palamarchukva@psbank.ru

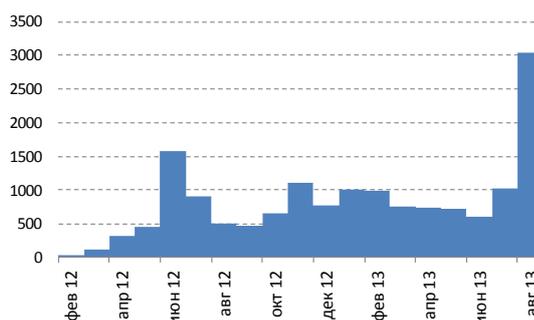
ТГК-2 объявляет о реструктуризации выпуска БО-01

27 августа стало официально известно о том, что ОАО "ТГК-2" планирует реструктуризировать выпуск биржевых облигаций серии БО-01 на 5 млрд рублей с погашением 17 сентября 2013 года. Как было сказано в официальном заявлении, на следующей неделе будет проведена встреча представителей компании с держателями облигаций, где последним будет предложена схема реструктуризации займа.

Нельзя сказать, что преддефолтное состояние ТГК-2 оказалось неожиданностью для рынка. На самом деле, данный вопрос давно волновал инвесторов, и, пожалуй, будет справедливым сказать, что рынок «надеялся на лучшее, но готовился к худшему», что видно из динамики доходности выпуска, которая уже за год до погашения торговалась с доходностью в 20-30% и выше. В целом, выпуск был неликвидным и активность в торгах возникала только в связи опасениями перед выплатами купонов и после объявления реструктуризации.

Компания объявляет о реструктуризации выпуска примерно за месяц до погашения ...

Количество сделок за месяц с ТГК-БО-01 (основной режим + РПС)



...однако данное событие нельзя назвать сюрпризом

Логика «реструктуризации»

На наш взгляд, есть две основных причины, которые сподвигли ТГК-2 к реструктуризации как «самому рациональному» выходу из затруднительной ситуации:

1. Деньги на инвестиционную программу уже привлечены и долгой рынок больше не нужен акционеру ТГК-2, который не видит себя «стратегом» в данном активе и ориентируется на среднесрочную перспективу (что сложилось исторически).
2. Компания, скорее всего, и вправду сможет расплатиться по 5-миллиардному выпуску в следующие 3-5 лет.

Предыстория «дефолта»

ТГК-2, на наш взгляд, следует охарактеризовать как «отдельный кейс» в секторе электроэнергетики. Компания вобрала в себя целый ряд проблем и потенциальных рисков, что и привело к плачевному результату. К основным составляющим «риск-профиля» компании следует отнести:

Операционные риски

- Топливный баланс компании выглядит слабо на фоне остальных компаний. Топливные издержки до недавнего времени в физическом объеме на 30% состояли из дорогого мазута, на 60% из газа и на 10% из угля. При этом в силу дороговизны мазута в финансовом выражении мазут составляет порядка 50% от всех топливных издержек.
- Высокая доля теплового бизнеса в структуре выручки (около 45%). Тепловой бизнес не генерирует прибыли на сегодняшний день в силу низких регулируемых тарифов на тепло и высокого износа активов.

Пока что компания является низкоэффективной и не генерирует сколь-нибудь существенного операционного денежного потока...

Акционерные риски

- Если вернуться во времена реформы сектора, а именно в 2008 год, то можно вспомнить, что «Синтез» не планировала владеть ТГК-2, а рассчитывала передать контроль в ней немецкому энергоконцерну «RWE». Предполагалось, что RWE получит 51% в "Корес инвест" (СП с группой "Синтез", созданное для покупки ТГК-2). Но с наступлением кризиса RWE решила, что в новых условиях покупка актива будет не рациональной. В результате госпакет ТГК-2, а также допэмиссию энергокомпании "Корес инвест" (группа «Синтез») выкупал без участия немецкой стороны. Компании удалось консолидировать 51% акций ТГК-2, суммарно потратив на них, по неофициальной информации, порядка 22 млрд руб.

«Синтез» не является стратегическим инвестором, что снижает мотивацию по части оптимизации бизнеса ТГК-2.

Риски миноритарного акционера

- Отдельные трудности может создавать фонд Prosperity Capital, консолидировавший под 30% акций ТГК-2. Ранее фонд судился по поводу того, что «Синтез» не выкупил у них пакет в рамках обязательной оферты, когда консолидировал контроль, а позже блокировал допэмиссию, которую пыталась проводить ТГК-2, и готов блокировать дальнейшие, аргументируя тем, что «Синтез» пытается размыть их долю.
- Одним из потенциальных источников денежных средств до недавнего времени была как раз планируемая допэмиссия на 13,5 млрд рублей, средства по которой могли поступить в течение года с момента начала (с марта 2012 года) по март 2013 года включительно. Однако денежные средства так и не поступили, соответственно, очевидных источников денежных средств, которые можно было бы направить на погашение выпуска облигаций в сентябре 2013 года, так и не появилось. При этом формально допэмиссия была продлена еще на год, до марта 2014 года.

Маловероятная допэмиссия, которая должна была удвоить уставный капитал, пока что так и не состоялась. При этом Prosperity Capital, скорее всего, будет готов опять блокировать ее.

Свет в конце 2016 года

Единственным потенциальным драйвером для ТГК-2 выступали ДПМ-проекты. Компания должна ввести 720 МВт новой мощности в рамках договоров о предоставлении мощности (ДПМ), что требует капитальных затрат в размере более 30 млрд рублей.

На данный момент из трех станций, входящих в программу обязательного строительства, работает только одна Новгородская ТЭЦ на 160 МВт. Вологодская ТЭЦ заработает в 2014 году, а самая крупная «Хуадянь-Тенинская» ТЭЦ на 450 МВт только будет строиться и планируется к вводу в середине 2015-начале 2016 года. «Хуадянь-Тенинская» ТЭЦ является СП ТГК-2 и китайской корпорации «Хуадянь». Привлечение финансирования будет китайский банк ICBC. Ориентировочная стоимость строительства – 20 млрд рублей.

По нашим расчетам, ДПМ-проекты, при отсутствии срывов сроков, добавят к EBITDA 2 млрд рублей ежегодно начиная с 2014 года. Еще под 2 млрд рублей будет поступать ежегодно, начиная с 2016 года, то есть примерно половина от EBITDA, которую будет генерировать «Хуадянь-Тенинская» ТЭЦ. Китайские партнеры владеют СП с ТГК-2 на паритетных началах.

При этом показатель EBITDA за 2014 и 2015 годы по всей ТГК-2 составит по нашим прогнозам около 4 млрд рублей и более 10 млрд рублей в 2016 году. Таким образом, вероятность того, что в следующие 3 года компания сможет сгенерировать денежные потоки, достаточные для выплаты долгов, велика. Возможно, именно в этом и будут убеждать представители эмитента держателей облигаций на встрече, посвященной реструктуризации.

Также отметим, что чистый долг компании составляет 16,6 млрд рублей на 1П2013 по РСБУ, а ДПМ-проекты еще не начали генерировать денежные потоки, соответственно компания остро нуждается в рефинансировании выпуска БО-01 на ближайшие пару лет. Также в 2014 году компания должна будет погасить кредит на 2,6 млрд рублей перед ВТБ и в 2014-2015 годах на 2 млрд рублей - перед Газпромбанком. По итогам 2012 года по МСФО компания показала EBITDA близкую к нулю и общий долг размером 18,2 млрд рублей. Отчетность по РСБУ мы находим слабо репрезентативной в части статьи прибылей и убытков, что можно видеть в представленной ниже таблице.

Таблица с финансовыми показателями ТГК-2: МСФО vs РСБУ.

Ключевые финансовые показатели млн рублей.	ТГК-2 (МСФО)		ТГК-2 (РСБУ)				
	2011	2012	2011	2012	1П2012	1П2013	Изм. %
Выручка	30 391	31 994	26 454	28 591	14 827	16 230	9.5
ЕБИТ	-1 930	-2 253	905	2 343	1 882	1 923	2.2
ЕБИТДА	-95	34	2 113	3 927	2 684	2 810	4.7
ЕБИТДА margin	n/a	0.1%	8.0%	13.7%	18.1%	17.3%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	-3 588	-4 512	-2 531	51	943	984	4.4
margin	n/a	n/a	n/a	0.2%	6.4%	6.1%	-0,3 п.п.
	2011	2012	2011	2012	1П2012	Изм. %	
Активы	48 305	47 039	43 062	48 166	47 030	-2.4	
Денежные средства и эквиваленты	99	208	101	231	97	-57.8	
Долг	20 400	18 396	20 400	18 396	16 748	-9.0	
краткосрочный	9 426	13 448	9 426	13 447	16 112	19.8	
долгосрочный	10 975	4 949	10 975	4 949	636	-87.2	
Чистый долг	20 301	18 188	20 299	18 165	16 650	-8.3	
Долг/ЕБИТДА	n/a	537.7	9.7	4.7	4.13	-11.8	
Чистый долг/ЕБИТДА	n/a	531.6	9.6	4.6	4.11	-11.2	

Источники: данные компании, расчеты аналитического департамента Промсвязьбанка

...ДПМ-проекты – единственный способ расплатиться по долгам...

Детали реструктуризации пока не известны

Компания пока не объявляла деталей реструктуризации. Ожидается, что на следующей неделе будет проведена встреча с держателями облигаций, где и будет предложена схема реструктуризации. Как известно, недавно ТГК-2 зарегистрировала новый выпуск серии БО-02 объемом 5,3 млрд рублей с погашением через 5 лет и возможностью досрочного погашения, видимо, как раз для рефинансирования первого выпуска, а также, возможно, последнего купона.

Теоретически, у держателей облигаций есть возможность инициировать банкротство при неудовлетворительных условиях реструктуризации, однако, на наш взгляд, в силу очень низкой степени ликвидности основных средств, практически ничего продать не удастся, не говоря уже о высокой социальной значимости активов, которая просто не даст возможности свободно распоряжаться ими (активами).

На наш взгляд, более рациональным будет воспользоваться предлагаемыми условиями реструктуризации. Однако если они будут не привлекательными, инициирование банкротства имеет некоторый смысл с точки зрения привлечения внимания властей к проблеме. Также следует помнить о высокой социальной значимости бизнеса энергокомпании, повышающей вероятность помощи со стороны государства. В случае неразрешимых споров между держателями выпуска и эмитентом может последовать инициатива со стороны государства или же государственных энергохолдингов, способных потенциально поглотить актив в случае банкротства и при этом расплатиться по долгам.

На наш взгляд, компания должна предложить привлекательный купон по новому выпуску, если хочет добиться лояльности держателей. Стоит также вспомнить, что недавно ТГК-6 (КЭС-Холдинг) в рамках оферты предложила новый купон размером 10,5%. Купон ТГК-2 должен идти с премией по отношению к купону ТГК-6. На наш взгляд, справедливая премия составляет порядка 1-1,5%.

Учитывая то, что компания начнет генерировать операционный денежный поток в следующие несколько лет, есть вероятность, что будет предложена амортизируемая структура нового выпуска.

Скорее всего, компания если и воспользуется возможностью досрочного погашения выпуска, то не ранее 2017 года, так как в 2014-2015 годах в первую очередь надо будет погашать/рефинансировать кредиты на 2,6 млрд рублей и 2 млрд рублей соответственно. Поэтому лишь с 2016 года, когда компания начнет генерировать операционный денежный поток на уровне около 9 млрд рублей, есть шанс на досрочное погашение займа. Вероятность получения значительных сумм в 2014-2015 годах очень низка (в случае амортизируемой структуры).

Захочет ли кто-нибудь в секторе перенять эстафету у ТГК-2?

На наш взгляд, случай с ТГК-2 следует рассматривать отдельно от всего остального сектора, так как у акционеров компании не было четкой позиции относительно данного актива, не было желания развивать ТГК-2 (что сложилось исторически), а также (как показал факт реструктуризации) не было существенной поддержки со стороны государства и государственных банков. Мы не считаем, что данный случай можно экстраполировать на весь сектор.

При этом, возможно, рынок теперь будет более внимателен и осторожен по отношению к выпускам облигаций частных компаний сектора электроэнергетики с плохим финансовым профилем и непрозрачной структурой владения.

Существенный денежный поток начнет генерироваться с 2016 года. Соответственно, только после 2016 года можно ожидать существенных выплат по долгу (при наличии амортизируемой структуры или соответствующих условий реструктуризации)

Однако мы не считаем, что ситуацию с ТГК-2 можно экстраполировать на других эмитентов сектора электроэнергетики.

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

РУКОВОДСТВО

Николай Кашеев	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	---------------	---------------

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
Илья Фролов	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
Олег Шагов	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-06
Владимир Гусев	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
Елена Федоткова	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
Алексей Егоров	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
Вадим Паламарчук	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
Александр Полютков	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	доб. 77-67-54

Управление торговли и продаж

Петр Федосенко	fedosenkopn@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	krutbv@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Хмелевский Иван	khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	tselini naoi@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.