



## ТГК-2 (МОЕХ: ТГКВ).

### Обзор компании.

ТГК-2 – генерирующая компания, производит электрическую и тепловую энергию (а также реализует горячую воду) на территории следующих регионов:

- Архангельская область
- Вологодская область
- Костромская область
- Ярославская область
- Новгородская область

А также в городе Скопье республики Македония. Но об этом позже.

Карта работы:



Уставный капитал:

	Кол-во	Номинал	УК	Доля в УК
<b>ТГК-2 ао</b>	1 458 404 850 747	0.01 Р	14 584 048 507 Р	98.88%
<b>ТГК-2 ап</b>	16 500 533 681	0.01 Р	165 005 337 Р	1.12%

Долговые проблемы:

Компания ТГК-2 многим инвесторам должна быть знакома еще по облигационному выпуску БО-1, по которому в 2013 г. произошел полноценный дефолт с последующей реструктуризацией. В преддверии даты погашения yield-to-maturity этих долговых бумаг был в «лидерах» на ММВБ. Таким образом, этот выпуск относили к т.н. «мусорным» облигациям (junk bonds). Кто-то даже

покупал эти бумаги, соблазнившись на потенциально огромную доходность, и речь здесь не только о физлицах.

В итоге дефолт случился, и что компания предложила бравым кредиторам?

*В рамках реструктуризации облигаций серии БО-01 были размещены облигации серии БО-02. Условия реструктуризации предполагали обмен облигации серии БО-01 на новый выпуск серии БО-02 с одновременной выплатой 10% от общего объема задолженности по непогашенному займу. Кроме того, эмитент компенсировал держателям проценты за период со дня дефолта до даты обмена по повышенной ставке 12% годовых. Структурой выпуска БО-02 предусмотрена выплата полугодовых купонов, с процентной ставкой 12% годовых, а также амортизация основной суммы долга в размере 12,5%, начиная с третьего купона. Агентом по реструктуризации выступил Райффайзенбанк.*

Не сказать, что очень интересная реструктуризация для держателей БО-1, однако, видимо, особого выбора у кредиторов не было. К сожалению, компания допускала технические дефолты и по новому выпуску БО-2.

Однако основную часть долга составляет кредит от банка ВТБ.

## 21. Кредиты и займы (продолжение)

### Краткосрочные заемные средства

Кредитор	Ставка по состоянию на 31 декабря 2016 г., %	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2015 г.
<b>Текущая часть долгосрочных кредитов и займов</b>		<b>10 657 549</b>	<b>10 764 932</b>
Банк ВТБ (ПАО)*	21,5	9 505 529	9 505 529
Облигационный займ БО-02*****	12	951 524	950 866
ГК «Внешэкономбанк»	10,5	154 501	208 577
ПАО Банк «ФК Открытие»	15,5	45 995	99 960
<b>Краткосрочные кредиты и займы</b>		<b>2 999 405</b>	<b>2 898 552</b>
СИНЬ НЭН ЭНЕРДЖИ КО ПТЕ	5,9	849 197	–
«Газпромбанк» (Акционерное общество)****	15	840 457	1 000 000
ООО «КОРЕС ИНВЕСТ»	5,9	612 999	–
LEXFINANCE SERVICES INC**	10	423 629	1 749 185
ООО «КОРЕС ИНВЕСТ»***	15,9	90 000	–
Начисленные проценты по кредитам и займам	–	183 123	149 367
<b>Итого краткосрочные заемные средства</b>		<b>13 656 954</b>	<b>13 663 484</b>

В 2016 г. ВТБ подал в суд на досрочное взыскание задолженности и его выиграл. Решение вступило в силу в конце года. У ТГК-2 нет такого объема денежных средств, чтобы выплатить сумму по иску, это понимают все стороны. Тем не менее, банк оказался настроенным решительно – после выигрыша суда ВТБ подавал обращение на взыскание македонской электростанции в счет долга. Возможно, это была лишь игра для того чтобы выбить себе более приемлемые условия новой реструктуризации, т.к. текущий долг перед ВТБ был фактически также рефинансированием предыдущего долга перед самой ВТБ.

В итоге в апреле вышла положительная новость по договоренностям генерирующей компании с основными кредиторами в части новой реструктуризации. Кредиторов обнадеживает ввод новой ТЭЦ и желание компании (самостоятельно) продать македонские активы. Об этом ниже.

## Анализ отчётности.

Посмотрим отчетность по МСФО за 2016 г. и недавно вышедшую прорывную отчетность за 1 полугодие 2017 г., показатели указаны в тыс. руб.

	2016	1H2017
<b>EBT</b>	- 738 205	6 114 795
Финансовые доходы	273 441	3 609 081
Финансовые расходы	4 488 606	1 043 768
<b>Interest</b>	4 215 165	- 2 565 313
<b>D&amp;A</b>	1 763 506	812 488
<b>EBITDA</b>	5 240 466	4 361 970

За 2016 год мы увидели убыток, однако он возник преимущественно из-за больших расходов по обслуживанию долга, EBITDA же неплохая.

В 1 пол. 2017 г. стоит обратить внимание на то, что существенная часть чистой прибыли – это финансовые доходы от прошедшей реструктуризации. EBITDA за 6 месяцев сопоставима с цифрами за весь прошлый год. Необходимо, разумеется, учесть сезонность и более слабое второе полугодие. Но даже если консервативно заложить, что второе полугодие отработают «в ноль», то это всё равно достаточно высокий уровень операционной прибыли.

	2016	1H2017
SR Debt	13 656 854	5 263 505
LR Debt	952 946	7 144 351
Cash and cash equivalents	113 991	32 096
<b>Net Debt</b>	14 495 809	12 375 760

В результате весенней реструктуризации существенно сократился чистый долг – примерно на 15 процентов. Виден также и переход значительной части долга из краткосрочного в долгосрочный.

Компания теперь даже не выглядит закредитованной, если смотреть по мультипликаторам:

	2016	1H2017 <sup>1</sup>
<b>EV</b>	17 799 965	18 308 383
<b>EV/EBITDA</b>	3.40	4.20
<b>Net Debt/EBITDA</b>	2.77	2.84

Очень важно, что недавняя реструктуризация коснулась и задолженности с контрагентами, в связи с чем нормализовался чистый оборотный капитал.

	2016	1H2017
Дебиторская задолженность	8 012 176	9 262 067

<sup>1</sup> В расчётах используется полугодовая EBITDA, не LTM.

Кредиторская задолженность	19 210 814	13 223 075
Запасы	1 196 169	1 411 049
<b>Чистый оборотный капитал (NWC)</b>	- 10 002 469	- 2 549 959

В отчетности за 2016 г. достаточно пугающие цифры по кредиторской задолженности, которая была не адекватна уровню оборотных активов. По-хорошему этот разрыв стоило мысленно прибавлять к чистому долгу. После решения проблемы с долгами за газ, мы видим уже комфортные уровни NWC и теперь на долговую нагрузку компанию совершенно иной взгляд.

### Привилегированные акции.

Выдержка из устава касательно выплаты дивидендов:

7.8. Общая сумма, выплачиваемая в качестве дивиденда по каждой привилегированной акции, устанавливается в размере 10 (Десяти) процентов чистой прибыли Общества по итогам отчетного года, разделенной на число акций, которые составляют 25 (Двадцать пять) процентов уставного капитала Общества.  
При этом если сумма дивидендов, выплачиваемая Обществом по каждой обыкновенной акции в определенном году, превышает сумму, подлежащую выплате в качестве дивидендов по каждой привилегированной акции, размер дивиденда, выплачиваемого по последним, должен быть увеличен до размера дивиденда, выплачиваемого по обыкновенным акциям.

Таким образом, эффективная норма выплаты дивидендов составляет 0.4475% от чистой прибыли по российским стандартам.

Прибыль 1H2017	3 259 000
dps	0.00088
Цена	0.00600
ДД	14.73%
ЧДД <sup>2</sup>	12.82%

Дивидендность кому-то может показаться интересной, тем более это цифры за полугодие. Однако в годы прибыли ТГК-2 не платила на привилегированные акции, видимо, прикрываясь существенным накопленным убытком. Поэтому еще большой вопрос, есть ли смысл покупать префы под эти дивиденды. Хотя, если будет обязательное предложение, а префы голосующие, то на них тоже выставят оферту? Апсайд будет меньше чем в обычке.

### Идея и драйверы.

Прежде всего, в покупке акций ТГК-2 есть «классические» для стоимостного инвестора драйверы:

<sup>2</sup> Чистая дивидендная доходность.

- **Гашение долга.** Улучшение финансового состояния открывает дорогу к сокращению долга и пропорциональному росту капитализации. На данный момент доля рыночной капитализации ТГК-2 в EV около 30-35%.
- **Низкие мультипликаторы.** Как мы видим, если очистить прибыль компании от налогов, процентных расходов и амортизации, получается цифра, которая вполне адекватна текущей капитализации акций и даже долгу компании.

Далее,

- **Ввод Хуадянь-Тенинской ТЭЦ.**

В июне 2017 г. ввели в эксплуатацию Хуадянь-Тенинскую ТЭЦ мощностью 450 МВт – совместный проект ТГК-2 и китайской Huadian. Специальное предприятие было создано еще в 2011 году, строили станцию по схеме ДПМ, запуск изначально планировали в 2014 г., но его несколько раз откладывали, что не могло радовать кредиторов. Эти переносы уже позади, а впереди отдача от новой станции, что должно найти отражение в МСФО отчетности. Но стоит учесть, что на СП тоже висит долг, который будут обслуживать.

- **Изменения в структуре владения.**

11 августа 2017 этого года прошла новость о том, что ФАС разрешила «Совлинку» купить 100% в ТГК-2. Посмотрим недавний состав акционеров:



Все акционеры, по которым в скобках указан Совлинк, с 2016 передавали акции Совлинку в доверительное управление и теперь (на июнь 2017) ИК Совлинк числится как совладелец с суммарной долей 52.8%. Сначала к инвестиционной компании перешли пакеты Janan и Raltaka, а затем Корес Инвест и Litim.

Давайте разбираться, кто есть кто.

- Jamica и Sonara – это структуры **Prosperity Capital Mangement**. Оба офшора зарегистрированы на Кипре.

- Корес Инвест это собственно спецпредприятие группы Синтез (владелец Л. Лебедев). Litim, Japan и Raltaka – это тоже оффшоры **Синтеза**, зарегистрированные на Британских Виргинских островах.

Т.е. условно весь блок Синтеза консолидировался у Совлинк с предварительным переходом акций в ДУ.

- Теперь вопрос – кто такие Совлинк? Смотрим справку:

*Владельцем ИК «Совлинк» является ООО КБ «Альба Альянс». Его бенефициары: председатель правления ОАО «Тюменская нефтяная компания» (ТНК) и совета директоров ЗАО «Ренова» **Виктор Вексельберг**, президент Access Industries **Леонард Блаватник**, глава ИК «Совлинк» **Дмитрий Пяткин**, управляющий директор ИК «Совлинк» **Александр Фрайман**, а также депутат Госдумы и бывший президент ООО КБ «Альба Альянс» **Игорь Анненский**. Вексельберг и Блаватник стали бенефициарами ООО КБ «Альба Альянс» в 2002 году. ИК «Совлинк» была создана в 1990 году Salomon Sedgwick, Phibra Energy, Donau Bank и российским внешнеэкономическим объединением «СовФинТрейд». А уже в 1994 году инвесткомпанию выкупили ее менеджеры. Основным владельцем ООО КБ «Альба Альянс» был президент банка Игорь Анненский. В 2002 году банк и инвестиционная компания решили объединиться и предложили участие в бизнесе владельцам ТНК и ОАО «СУАЛ». Соотношение долей между бенефициарами ООО КБ «Альба Альянс» не раскрывается.*

Вексельберг и его партнеры интересовались акциями ТГК-2 еще в 2010 г., Совлинк был среди потенциальных покупателей акций в рамках дополнительной эмиссии. Представители Prosperity тогда жаловались в ФАС, пытаясь доказать, что **за новыми акционерами скрывается группа Синтез**.

Объединим эти группы и увидим новую упрощенную структуру владения:



Данная структура актуальна на 5 июня 2017 г. Мы видим, что Совлинк пересек границу в 50% и, получается, уже должен был бы выставить оферту. Однако есть подозрение, что этого не случится, т.к. **сделки прошли между аффилированными лицами.**

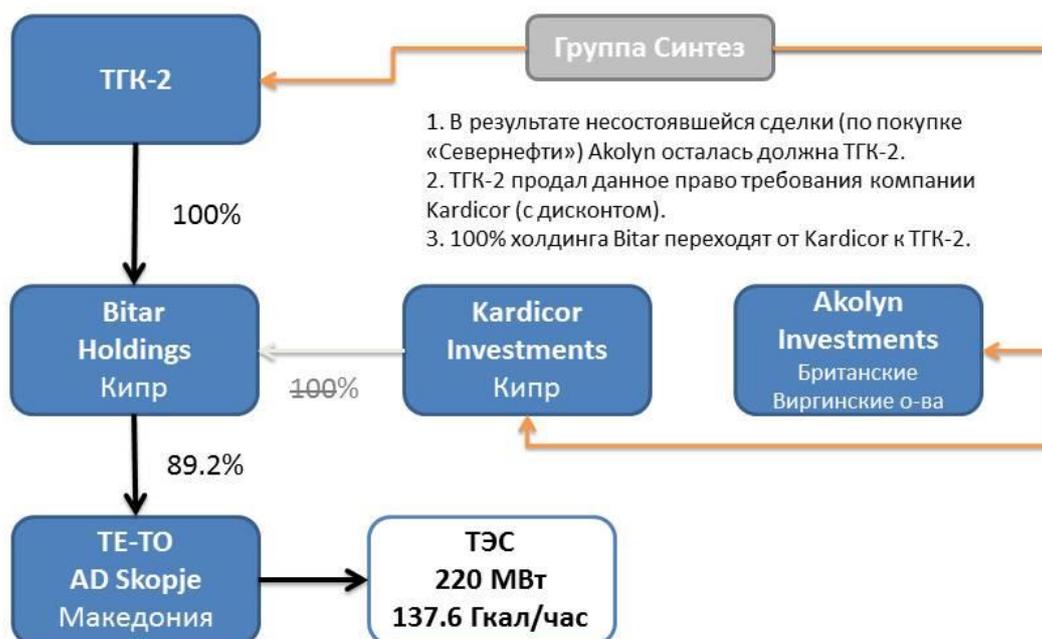
После вышедшей новости о разрешении ФАС в Prosperity высказались о намерении сохранить свою долю 27%. Т.е. в текущих условиях, дешево, отдавать бумаги они не хотят.

Таким образом, остается радоваться наличию сильного миноритария, который уже давно отстаивает свои интересы в суде. Текущая структура собственников гораздо прозрачнее. Думаю, когда/если Prosperity выйдет из бумаги, цена акции будет существенно выше.

- **Продажа активов группы Bitar.**

У ТГК-2 на балансе висит 100% в иностранном предприятии Bitar, чистые активы которого оцениваются самой компанией в 8.6 млрд. руб.

Получению данного актива предшествовала серия довольно мутных сделок, начавшихся еще в 2010-2011 годах, см. схему



В 2013 г. Prosperity, как совладельцы, подают иск к бывшему руководству о взыскании убытков, вызванных данными сделками. Они отмечают, что группа Синтез является аффилированной со всеми сторонами сделок. В итоге суд частично удовлетворил иск в части некорректного пересчета задолженности в рубли. С руководства ТГК-2 взыскали \$12.8 млн в счет компании.

Кроме того, истцы указывали, что **по их оценке доля в ТЕ-ТО ничего не стоит.**

Аудиторам из Ernst&Young идея о возможной продаже активов Bitar также не кажется убедительной:

1. По состоянию на 31 декабря 2016 г. в консолидированной финансовой отчетности отражены активы Группы Bitar, предназначенные для продажи, в сумме 15 756 587 тыс. рублей и обязательства, связанные с данными активами, предназначенными для продажи, в сумме 7 092 468 тыс. рублей. Планы руководства о реализации Группы Bitar не реализовались, и, по состоянию на 31 декабря 2016 г., активы Группы Bitar не удовлетворяют определению активов, предназначенных для продажи, в соответствии с МСФО 5 «Внеоборотные активы, предназначенные для продажи, и прекращенная деятельность». Согласно МСФО 5, финансовая информация Группы Bitar должна быть скорректирована, активы и обязательства Группы Bitar не должны представляться как активы, предназначенные для продажи, и обязательства, связанные с данными активами, предназначенными для продажи. Влияние на консолидированную финансовую отчетность Группы данного отклонения от требований МСФО 5 не было определено.
2. Также, мы не смогли получить достаточные надлежащие аудиторские доказательства в отношении обоснованности предпосылок, использованных для определения справедливой стоимости указанных выше активов Группы Bitar по состоянию на 31 декабря 2015 г. и 31 декабря 2016 г., а также в отношении стоимости связанных с ними обязательств на вышеуказанные даты. Данные активы, предназначенные для продажи, и обязательства, связанные с активами, предназначенными для продажи, были отражены в консолидированной финансовой отчетности по состоянию на 31 декабря 2015 г. в сумме 18 432 363 тыс. рублей и 8 979 659 тыс. рублей, соответственно, и по состоянию на 31 декабря 2016 г. в сумме 15 756 587 тыс. рублей и 7 092 468 тыс. рублей, соответственно. В отношении Группы Bitar в консолидированной финансовой отчетности за 2015 год были признаны убыток от прекращенной деятельности в сумме 551 604 тыс. рублей, прочий совокупный доход в сумме 1 099 739 тыс. рублей и расход по отложенному налогу в сумме 219 948 тыс. рублей, за 2016 год были признаны прибыль от прекращенной деятельности в сумме 183 692 тыс. рублей, прочий совокупный расход в сумме 1 908 733 тыс. рублей и доход по отложенному налогу в сумме 381 747 тыс. рублей. Как следствие, у нас отсутствовала возможность определить, необходимы ли какие-либо корректировки указанных показателей, а также прочих показателей, раскрытых в Примечаниях 9 и 11 к консолидированной финансовой отчетности.

В то же время, выигранный иск от ВТБ привел к обращению на взыскание македонской ТЭЦ. В этом контексте оценки Prosperity, указывающие, что Bitar ничего не стоит, кажутся странными. Ценность Bitar косвенно подтверждает и успех последней реструктуризации.

Итого, мы приходим к выводу, что, несмотря на то, что история с Bitar довольно мутная, нужно следить за судьбой македонских активов генерирующей компании, т.к. они, видимо, в том или ином виде будут участвовать в расплате по долговым обязательствам.

Также есть набор дополнительных признаков, которые свидетельствуют в пользу идеи покупки акций ТГК-2.

- Генерирующие компании в целом довольно хорошо отчитывались за 2016 г. и 1 полугодие 2017, и ближайшие 1-3 года видятся благоприятным периодом для отрасли (окончание строек, серии капексов).
- Существенно выросли котировки облигаций ТГК-2, торгуются вблизи номинала, хотя полтора года назад сделки проходили и ниже 50% номинальной стоимости.
- Prosperity сейчас выходит из многих активов, но блокпакет в ТГК-2 держит, несмотря на то, что, судя по всему, возможность его продать есть.

- Это один из самых дешевых активов в генерации на бирже (по EV), наряду с ТГК-14. Та же Квадра, на мой взгляд, является более токсичным активом, обладая чистым долгом более 30 млрд. при капитализации большей, чем у ТГК-2, и сопоставимой EBITDA. Пример ОПИНа, конечно, показывает, что даже убыточные активы ОНЭКСИМа могут купить гораздо выше рынка, но что будет с Квадрой – большой вопрос. Вдобавок вспомним, по какой цене прошла последняя сделка Прохорова в Русале.

### **Риск-факторы.**

- Технические дефолты, кассовые разрывы.
- Ликвидность.
- Снижение цен на тепло- и электроэнергию
- Рост цен на топливо.
- Отраслевые риски (напр., аварии на электростанции).
- Банкротство.

### **Заключение.**

Компания интересна и, судя по цифрам, находится в фазе перехода из полубанкротного состояния обратно к нормально функционирующему бизнесу.

Некоторые выводы:

- Важно смотреть, как будет отражаться Хуадянь-Тенинская ТЭЦ в последующих отчетностях и продолжит ли компания генерировать достойную EBITDA.
- Синтез, судя по всему, может не выставлять оферту, как недавно случилось в том же ОПИНе.
- Продажу Bitar лучше рассматривать не как основной драйвер, а как возможный бонус. Хотя в последней отчетности компания пишет, что вероятность продажи оценивает как высокую.
- Также желательно следить за датами выплаты купонов и погашением облигационного выпуска в 2019 г. (возможны новые техдефолты).
- ТГК-2 всё ещё остаётся рискованным вложением средств, тем более что цены на её акции существенно выросли в последнее время. Однако даже в самом негативном сценарии думаю компанию не будут банкротить, а продадут.

Сам держу, покупал после сильного отчета по РСБУ, докупал после новостей о Совлинке.

Руслан Якубов

сентябрь 2017