

### ГЕНЕРАЦИЯ ЭНЕРГИИ В ГРУППЕ ГАЗПРОМ

Мы начинаем анализ генерирующих компаний, которые контролируются Газпромом через его 100%-ную «дочку» — Газпром энергохолдинг. Мы присваиваем бумагам Мосэнерго рейтинг «Покупать», ОГК-2 — рейтинг «Держать», ТГК-1 — «Продавать». Мосэнерго менее подвержена фактору истечения договоров о предоставлении мощностей (ДПМ) при относительно стабильном дивидендном потоке. Привлекательную сейчас дивидендность по акциям ОГК-2 вряд ли можно будет, с нашей точки зрения, сохранить: в 2025 г. в связи с истечением большого числа ДПМ EBITDA компании может упасть на 56%. На горизонте 12 месяцев мы ожидаем дивидендность по акциям Мосэнерго в 9% и по акциям ОГК-2 — в 17%. Что касается ТГК-1, помимо истечения ДПМ, компания в невыгодном положении из-за прекращения экспорта энергии в Финляндию. Мы не думаем, что ТГК-1 станет платить дивиденды на горизонте года: у контролируемого Финляндией акционера Fortum доля в компании в 29,5%, и на решение проблем со структурой собственников нужно время.

**Катализаторы роста:** возобновление публикации финансовых результатов; выплата дивидендов за 2022 г. (ГОСА ожидаются в июне 2023 г.); повышение спот-цен на электроэнергию; хорошие операционные результаты за 1К23 (апрель); выход Fortum и правительства Москвы из ТГК-1 и Мосэнерго; потенциальная консолидация активов Газпром энергохолдинга.

**Риски:** низкий уровень прозрачности (в последний раз финансовая отчетность публиковалась за 1К22); наращивание инвестиций в непрофильные активы (энергетическое машиностроение); санкции; ужесточение регулирования.

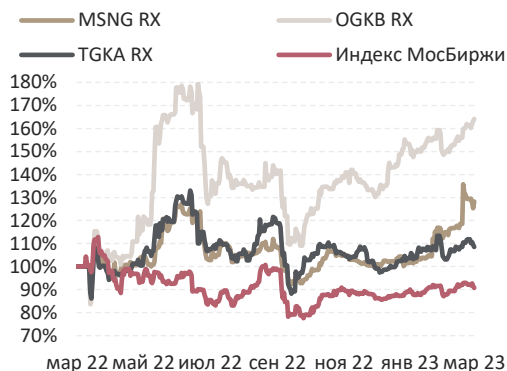
**Бизнес, на который в целом не повлияли внешние потрясения.** Дочерние компании Газпром энергохолдинга продают электрическую и тепловую энергию в основном на внутреннем рынке. Выработка электроэнергии ключевыми генерирующими дочерними компаниями холдинга в 2022 г. снизилась на 0,8% г/г до 140,8 млн МВт\*ч, а отпуск тепловой энергии — на 3,6% г/г до 116,3 млн Гкал. Свободные цены на электроэнергию в первой ценовой зоне (европейская часть России и Урал) в 2022 г. выросли на 2,7% г/г до 1444 руб./МВт\*ч. Единственное, в чем внешнеполитические события сказались на финансовых показателях деятельности «дочек» Газпром энергохолдинга, — потеря экспорта в Финляндию ТГК-1. Последние экспортные продажи отражены в отчетности за 2К22, и мы не предусматриваем этого показателя в финансовых прогнозах.

**Аналогичная дивидендная политика, но специфичная акционерная структура ТГК-1.** У всех компаний холдинга дивидендная политика предусматривает выплату 50% скорректированной чистой прибыли, и на это не влияют неденежные разовые статьи. В 2022 г. Мосэнерго и ОГК-2 выплатили дивиденды за 2021 г., в то время как ГОСА ТГК-1 выплату не одобрило. Основное различие в структуре акционеров — у ОГК-2 и Мосэнерго нет крупного миноритарного акционера-иностранца (у ТГК-1 — финская Fortum, 29,5%). Полагаем, что выход Fortum из состава акционеров ТГК-1 может занять некоторое время, и мы не ожидаем возобновления дивидендных выплат в 2023 г.

**Инвестиционная программа.** Мы предполагаем, что инвестиционные программы в основном будут направлены на поддержание существующих мощностей. Масштабного строительства новых энергоблоков не ожидается. Вместе с тем у ТГК-1 есть проекты ветряной электростанции мощностью в 25 МВт и ГЭС мощностью в 16,5 МВт (планируются к вводу в эксплуатацию в 2024 и 2026 г. соответственно). Кроме капитальных расходов на техобслуживание, компании также потратятся на модернизацию, которая предполагает IRR (внутреннюю норму доходности) в 14% при доходности бенчмарка — десятилетних ОФЗ — в 8,5%.

**Консолидация дочерних компаний и перевод на единую акцию как возможный сценарий.** Объединение дочерних компаний холдинга с конвертацией нескольких бумаг в одну обсуждалось довольно долго. Барьеры для консолидации — 29,5%-ная доля финской Fortum в ТГК-1 и 26,5%-ная доля правительства Москвы в Мосэнерго. Топ-менеджмент Газпром энергохолдинга подтвердил желание консолидировать активы в феврале 2022 г. («Интерфакс»). Вместе с тем реальных шагов в этом направлении сделано не было. Полагаем, что возможное объединение активов может увеличить интерес инвесторов к бумагам «дочек» холдинга.

### ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИЙ КОМПАНИЙ ПРОТИВ ИНДЕКСА



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

Тикер	MSNG RX
ISIN	RU0008958863
Рыночная капитализация, млрд руб.	85,1
Рейтинг	Покупать
Последняя цена, руб./акцию	2,14
Целевая цена, руб./акцию	2,77
Дивидендность (12 месяцев)	9,4%
Потенциал роста	29,3%
Степень риска	●●●○○

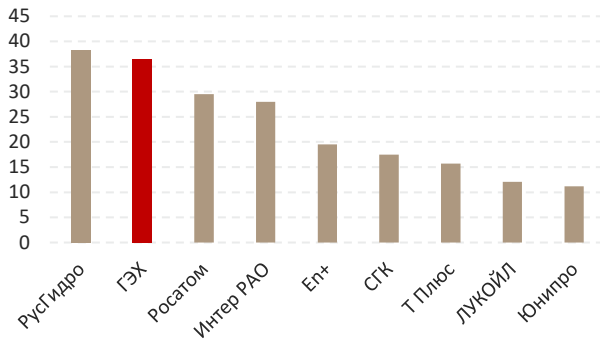
Тикер	OGKB RX
ISIN	RU000A0JNG55
Рыночная капитализация, млрд руб.	67,9
Рейтинг	Держать
Последняя цена, руб./акцию	0,629
Целевая цена, руб./акцию	0,63
Дивидендность (12 месяцев)	16,4%
Потенциал роста	0,8%
Степень риска	●●●○○

Тикер	TGKA RX
ISIN	RU000A0JNUD0
Рыночная капитализация, млрд руб.	31,3
Рейтинг	Продавать
Последняя цена, руб./акцию	0,00812
Целевая цена, руб./акцию	0,0075
Дивидендность (12 месяцев)	0%
Потенциал роста	-7%
Степень риска	●●●●○

**Матвей Тайц**  
Старший аналитик

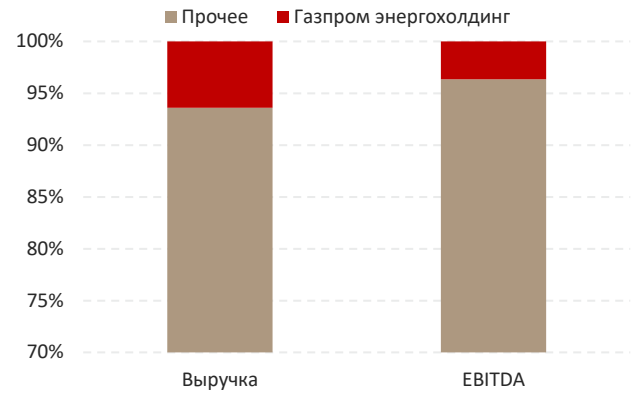
**Георгий Горбунов**  
Младший аналитик

**ОДНО ИЗ КРУПНЕЙШИХ ГЕНЕРИРУЮЩИХ ПРЕДПРИЯТИЙ РОССИИ, ГВТ...**



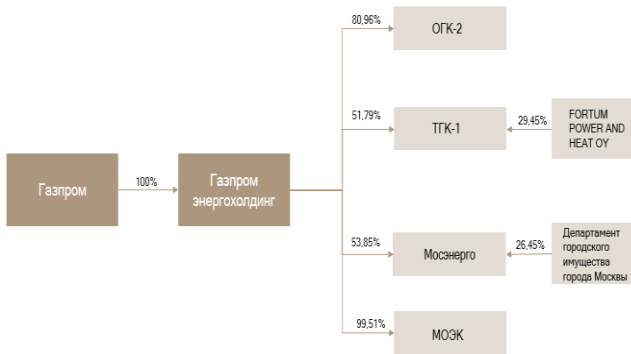
Источники: данные компаний, ИБ Синара

**...НО НЕ САМАЯ БОЛЬШАЯ ЧАСТЬ ГАЗПРОМА**



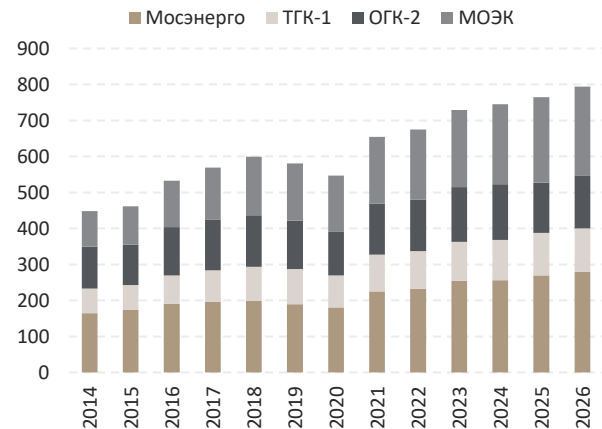
Источники: данные компаний, ИБ Синара

**СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ: ПОД КОНТРОЛЕМ ГАЗПРОМА**



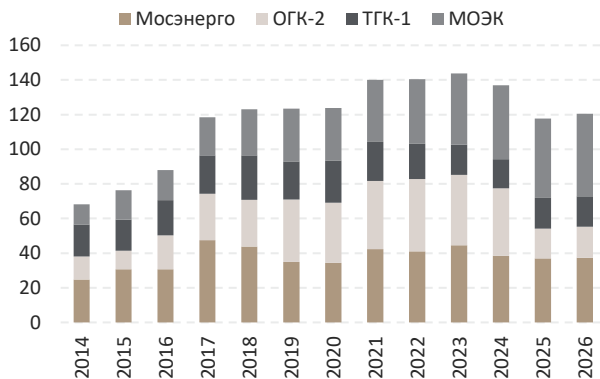
Источники: данные компаний, ИБ Синара

**ВЫРУЧКУ УВЕЛИЧИВАЕТ РОСТ ЦЕН НА ОТПУСКАЕМУЮ ЭНЕРГИЮ, МЛРД РУБ.**



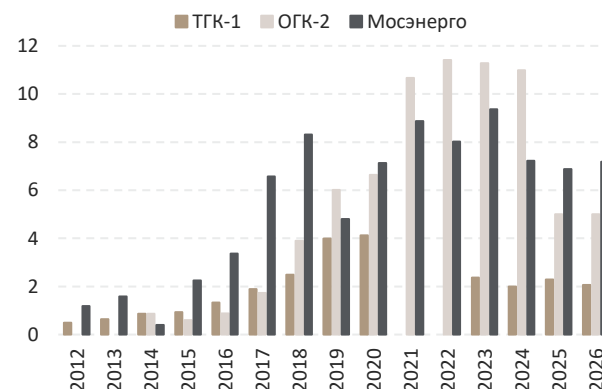
Источники: данные компаний, ИБ Синара

**ЕБИТДА ДОЛЖНА СНИЗИТЬСЯ В РЕЗУЛЬТАТЕ ИСТЕЧЕНИЯ ДПМ, МЛРД РУБ.**



Источники: данные компаний, ИБ Синара

**МОСЭНЕРГО МОЖЕТ СОХРАНИТЬ ВЫСОКИЕ ДИВИДЕНДНЫЕ ВЫПЛАТЫ В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ, МЛРД РУБ.**



Источники: данные компаний, ИБ Синара

## МОСЭНЕРГО: ТЕПЛО И СВЕТ СТОЛИЦЫ

Мы начинаем анализ Мосэнерго; комбинируя для оценки методы DCF и DDM с равными весами, мы получили целевую цену в 2,77 руб. за акцию. Кроме того, на годовичном горизонте мы ожидаем выплаты дивидендов в размере 0,202 на акцию (доходность — 9,4%). Таким образом, потенциал роста акций Мосэнерго составит, по нашим расчетам, 29,3%, что предполагает рейтинг «Покупать». Доходность FCF в 2023–2024 гг. мы оцениваем в 15–18% с последующим снижением до 13% в 2025–2028 гг., когда закончится срок действия ДПМ. В 2021–2022 гг. на дивиденды распределялось около 60% FCF Мосэнерго, при этом компания накапливала финансовые активы. Такое положение дел, на наш взгляд, сохранится и далее.

**Катализаторы:** возобновление публикации отчетности; выплата дивидендов за 2022 г. (ГОСА ожидается в июне); повышение цен на электроэнергию на спот-рынке; хорошие операционные результаты за 1К23 (апрель).

**Риски:** низкий уровень прозрачности (в последний раз финансовая отчетность публиковалась за 1К22); наращивание инвестиций в непрофильные активы (силовое машиностроение); санкции; ужесточение регулирования.

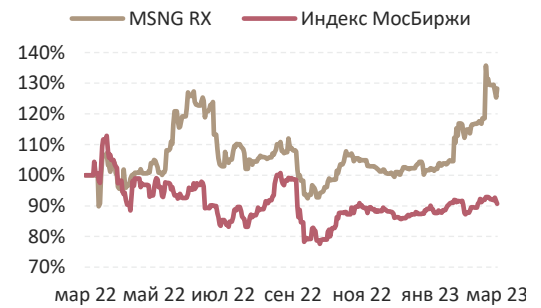
**Предполагаем некоторое ухудшение результатов за 2022 г.** В последний раз результаты Мосэнерго раскрывались за 1К22, когда выручка уменьшилась на 3,7% г/г до 75,2 млрд руб., EBITDA — на 3,6% до 17,8 млрд руб., хотя чистая прибыль увеличилась на 38,5% г/г до 13,1 млрд руб. благодаря увеличению неоперационной прибыли на 2,1 млрд руб. По итогам 2022 г. Мосэнерго, по нашим расчетам, покажет рост выручки на 3,1% при снижении EBITDA на 3,1% г/г (до 41 млрд руб.). Чистая прибыль может достичь 16 млрд руб. после всего 2,9 млрд руб. в 2021 г. В ожиданиях столь мощного роста прибыли мы исходим из предположения, что в 2022 г. компания избежала убытков от переоценки, которые годом ранее составили 13,7 млрд руб.

**Производство тепловой энергии уменьшилось в 2022 г. в связи с потеплением.** В прошлом году производство электрической энергии, по данным Мосэнерго, увеличилось на 0,8% г/г до 62,5 млн МВт\*ч, а тепловой — уменьшилось на 4,2% г/г до 85,4 млн Гкал. Виной тому — аномально теплый февраль 2022 г. со средней температурой в -1° С, тогда как как в феврале 2021 г. столбик находился в районе -10,5° С.

**Мосэнерго располагает хорошими «дивидендными мощностями».** Политика Мосэнерго предусматривает выплату в виде дивидендов не менее половины скорректированной чистой прибыли. Главные корректировки — переоценка основных средств, инвестиций и финансовых активов, изменение курсов валют. В 2022 г. компания направила на выплату 8,9 млрд руб. (0,22308 руб. на акцию при доходности в 10,4%). Таким образом, фактический коэффициент выплаты составил 50% чистой прибыли по РСБУ и 46% скорректированной прибыли по МСФО. В модель оценки мы закладываем выплаты в 50% из чистой прибыли по МСФО и прогнозируем дивиденды за 2022 г. в размере 0,202 руб. на акцию (доходность — 9,4%).

**Акционер с блокирующим пакетом пока остается в деле.** Важно отметить, что блокпакет (26,5%) Мосэнерго принадлежит правительству Москвы, которое не стало препятствовать покупке 43,1%-ной доли в капитале «ГЭХ индустриальные активы» за 22,7 млрд руб., хотя сделка оказала на какое-то время давление на котировки Мосэнерго. Мы предполагаем, что столичные власти постараются отстоять свои права на блокпакет в активе, имеющем стратегическое значение для региона. С другой стороны, не исключено, что Москва, в свете потенциального объединения генерирующих активов ГЭХ, может выйти из капитала Мосэнерго, и в таком случае, если покупателем станет ГЭХ, он может сделать предложение миноритариям о выкупе их долей с премией к рыночной цене.

## ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИЙ КОМПАНИИ ПРОТИВ ИНДЕКСА



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

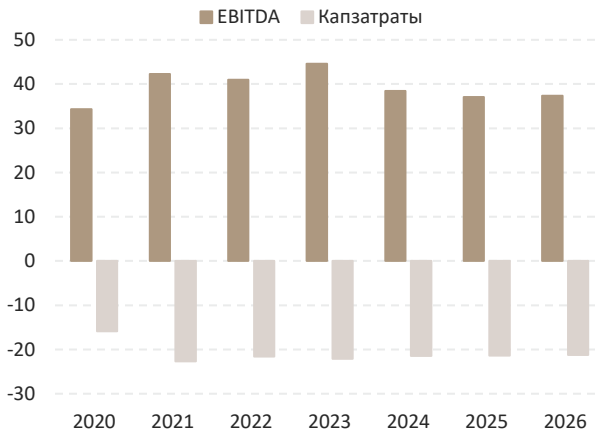
Тикер	MSGN RX
ISIN	RU0008958863
Рыночная капитализация, млрд руб.	85,1
Рейтинг	Покупать
Последняя цена, руб./акцию	2,14
Целевая цена, руб./акцию	2,77
Дивидендность (12 месяцев)	9,4%
Потенциал роста	29,3%
Степень риска	●●○○

## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И КОЭФФИЦИЕНТЫ

млрд руб.	2022П	2023П	2024П	2025П
EV/EBITDA	0,9	0,6	0,5	0,3
P/E	5,3	4,5	5,9	6,2
Продажи	232,1	254,5	256,5	269,4
EBITDA	41,0	44,6	38,4	37,0
Капзатраты	(21,6)	(22,1)	(21,5)	(21,4)
FCF	14,1	15,2	12,8	10,7
Чистый долг ЧД/EBITDA	(48,9)	(59,5)	(66,3)	(73,5)
Прибыль на акцию, руб.	0,40	0,47	0,36	0,35
Дивиденд на акцию, руб.	0,202	0,236	0,182	0,173
Дивидендная доходность	9,4%	11,0%	8,5%	8,1%
Валовая рентабельность	7,8%	8,3%	6,1%	5,3%
Рентабельность по EBITDA	17,7%	17,5%	15,0%	13,7%
Рентабельность по чистой прибыли	6,9%	7,4%	5,6%	5,1%

Источники: данные компании, ИБ Синара

**ПО-ПРЕЖНЕМУ ГЕНЕРИРУЕТСЯ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК, МЛРД РУБ.**



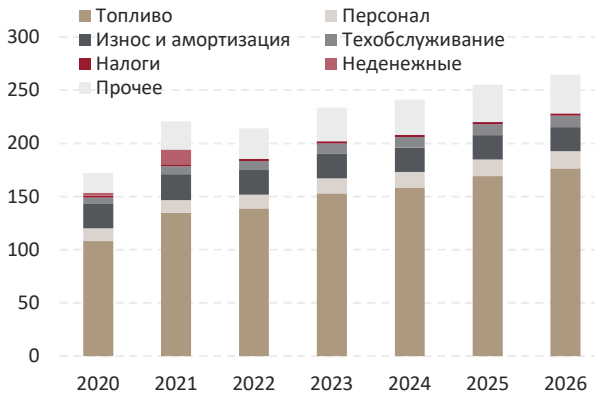
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ТЕПЛО И СВЕТ ДЛЯ МОСКВЫ: ВЫРУЧКА, МЛН РУБ.**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ТОПЛИВНЫЕ ЗАТРАТЫ — ОСНОВНАЯ СТАТЬЯ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ РАСХОДОВ, МЛРД РУБ.**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ: У ПРАВИТЕЛЬСТВА МОСКВЫ БЛОКИРУЮЩАЯ ДОЛЯ**



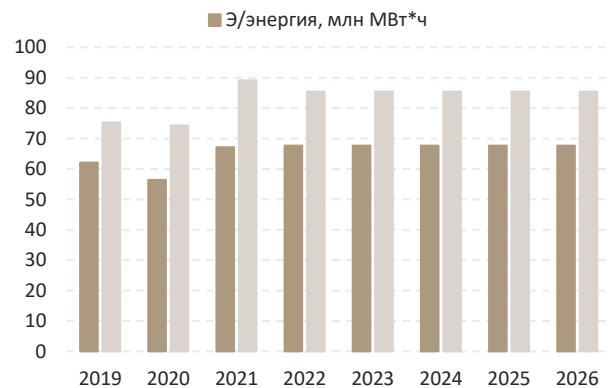
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ДИВИДЕНДНАЯ ИСТОРИЯ ПРОДОЛЖАЕТСЯ**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ПРЕДПОЛАГАЕМ НЕИЗМЕННЫЙ УРОВЕНЬ ВЫРАБОТКИ ЭНЕРГИИ**



Источники: данные компании, ИБ Синара

## МОСЭНЕРГО: ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мосэнерго генерирует и продает электрическую и тепловую энергию в Москве и Московской области. На большинстве объектов компании происходит комбинированная выработка электроэнергии и тепла. Мы оцениваем балансовую стоимость (BV) на конец 2022 г. в 323 млрд руб., при этом коэффициент P/BV — на низком уровне в 0,3, поскольку рентабельность капитала компании (ROE), по нашим оценкам, составила в 2022 г. лишь 5%. В 2020–2022 гг. компания распределяла на дивиденды только 55% FCF, накапливая остальные денежные средства в форме финансовых активов (56 млрд руб. к концу 1К22). В 2019 г. Мосэнерго потратила 22,7 млрд руб. на покупку неконтролирующей доли (43%) в непрофильном бизнесе в области энергетического машиностроения (контролирующий акционер — Газпром энергохолдинг). В нашей финансовой модели мы предполагаем, что Мосэнерго продолжит распределять в пользу акционеров лишь часть FCF и наращивать финансовые активы. Чистые денежные средства у Мосэнерго были в конце 2022 г., по нашим оценкам, на уровне 48,9 млрд руб.

**В 2020–2022 гг. компания распределяла на дивиденды только 55% FCF, накапливая остальные денежные средства в форме финансовых активов (56 млрд руб. к концу 1К22)**

## МОСЭНЕРГО: ОЦЕНКА

Мы рассчитываем целевую цену акций Мосэнерго в равной степени на основе моделей DCF и DDM. Таким образом мы учитываем и фундаментальные факторы, и текущий подход к распределению средств акционерам. Чтобы посчитать ставку дисконтирования, мы используем безрисковую ставку в 9%, премию за риск по инвестициям в акции — в 7%; соответственно, COE составляет 13,8%, а WACC — 13,7%. Справедливая цена по модели DCF — 4,0 руб./акцию, по модели DDM — лишь 1,5 руб./акцию. Разница в ценах — результат допущения, что компания распределит на дивиденды только 63% денежных средств с учетом затрат на обслуживание долга, а остальные станут накапливать в форме финансовых активов. Данное предположение отражает недавнюю практику; вместе с тем отметим, что, если Мосэнерго станет распределять в пользу акционеров больше средств, справедливая цена акции тоже вырастет. Итоговая целевая цена — 2,77 руб./акцию, и мы начинаем анализ Мосэнерго с рейтинга «Покупать».

**Мы рассчитываем целевую цену акций Мосэнерго в равной степени на основе моделей DCF и DDM**

### МОСЭНЕРГО: ОЦЕНКА ПО МОДЕЛИ DCF

млн руб.	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
FCF	13 703	11 632	15 132	12 176	12 334	105 511
Фактор дисконтирования	1,14	1,29	1,47	1,67	1,90	1,90
Дисконтированный FCF	12 053	8 999	10 297	7 288	6 494	55 551
Справедливая стоимость компании	100 682					
Чистый долг (2023 г.)	-59 468					
Корректировки на долю владения	0					
Целевая рыночная капитализация	160 150					
Целевая цена на горизонте 12 месяцев, руб./акцию	4,0					
Стоимость собственного капитала WACC					13,8%	
Рост в постпрогнозный период					2%	

Источник: ИБ Синара

### МОСЭНЕРГО: ОЦЕНКА ПО МОДЕЛИ DDM

	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
Дивиденд на акцию, руб.	0,23570	0,18153	0,17287	0,18069	0,18681	1,58856
Фактор дисконтирования	1,1	1,3	1,5	1,7	1,9	1,9
Дисконтированный FCF, руб.	0,20719	0,14027	0,11742	0,10789	0,09805	0,83379
Целевая цена на горизонте 12 месяцев, руб./акцию	1,5					
Стоимость собственного капитала WACC					13,8%	
Рост в постпрогнозный период					2%	

Источник: ИБ Синара

## МОСЭНЕРГО: АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ

Цены на отпускаемую энергию и уровень потребления топлива. Как мы видим, основные факторы, влияющие на EBITDA и целевую цену, — цены на отпускаемые электроэнергию и тепло и уровень потребления топлива для выработки энергии. Рост свободной цены на электрическую и тепловую энергию на 1% сверх наших ожиданий выражается в 4,5%-ном увеличении EBITDA и 10,8%-ном росте нашей целевой цены (2023П). Кроме того, снижение удельного расхода условного топлива (УРУТ) на производство электрической и тепловой энергии на 1% против наших прогнозов приводит к увеличению EBITDA на 3,4% и росту целевой цены на 8,3% (2023П).

**Основные факторы, влияющие на EBITDA и целевую цену, — цены на отпускаемые электроэнергию и тепло и уровень потребления топлива для выработки энергии**

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К УРУТ В 2023 Г., МЛРД РУБ.

		г/кВт*ч				
		229	232	234	236	239
кг/Гкал	159	47,6	46,8	<b>46,1</b>	45,3	44,5
	161	46,9	46,1	<b>45,3</b>	44,5	43,8
	163	<b>46,1</b>	<b>45,4</b>	<b>44,6</b>	<b>43,8</b>	<b>43,0</b>
	164	45,4	44,6	<b>43,8</b>	43,0	42,3
	166	44,7	43,9	<b>43,1</b>	42,3	41,5

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К УРУТ В 2023 Г., %

		г/кВт*ч				
		229	232	234	236	239
кг/Гкал	159	6,9%	5,1%	<b>3,3%</b>	1,6%	-0,2%
	161	5,2%	3,4%	<b>1,7%</b>	-0,1%	-1,8%
	163	<b>3,5%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-3,5%</b>
	164	1,8%	0,1%	<b>-1,7%</b>	-3,4%	-5,2%
	166	0,2%	-1,6%	<b>-3,3%</b>	-5,1%	-6,9%

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К УРУТ, РУБ./АКЦИЮ

		г/кВт*ч				
		229	232	234	236	239
кг/Гкал	159	3,2	3,1	<b>3,0</b>	2,9	2,8
	161	3,1	3,0	<b>2,9</b>	2,8	2,6
	163	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
	164	2,9	2,8	<b>2,7</b>	2,5	2,4
	166	2,8	2,7	<b>2,5</b>	2,4	2,3

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К УРУТ, %

		г/кВт*ч				
		229	232	234	236	239
кг/Гкал	159	16,6%	12,4%	<b>8,1%</b>	3,8%	-0,4%
	161	12,6%	8,3%	<b>4,1%</b>	-0,2%	-4,5%
	163	<b>8,5%</b>	<b>4,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-8,5%</b>
	164	4,5%	0,2%	<b>-4,1%</b>	-8,3%	-12,6%
	166	0,4%	-3,8%	<b>-8,1%</b>	-12,4%	-16,6%

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К СПОТ-ЦЕНАМ НА ЭЛЕКТРИЧЕСКУЮ И ТЕПЛОВУЮ ЭНЕРГИЮ В 2023 Г., МЛРД РУБ.

		руб./МВт*ч				
		1644	1661	1678	1694	1711
руб./Гкал	1217	40,6	41,5	<b>42,5</b>	43,4	44,3
	1229	41,6	42,6	<b>43,5</b>	44,5	45,4
	1242	<b>42,7</b>	<b>43,6</b>	<b>44,6</b>	<b>45,5</b>	<b>46,5</b>
	1254	43,7	44,7	<b>45,6</b>	46,6	47,5
	1266	44,8	45,8	<b>46,7</b>	47,6	48,6

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К СПОТ-ЦЕНАМ НА ЭЛЕКТРИЧЕСКУЮ И ТЕПЛОВУЮ ЭНЕРГИЮ В 2023 Г., %

		руб./МВт*ч				
		1644	1661	1678	1694	1711
руб./Гкал	1217	-9,0%	-6,9%	<b>-4,8%</b>	-2,6%	-0,5%
	1229	-6,6%	-4,5%	<b>-2,4%</b>	-0,3%	1,9%
	1242	<b>-4,2%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>4,2%</b>
	1254	-1,9%	0,3%	<b>2,4%</b>	4,5%	6,6%
	1266	0,5%	2,6%	<b>4,8%</b>	6,9%	9,0%

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К СПОТ-ЦЕНАМ НА ЭЛЕКТРИЧЕСКУЮ И ТЕПЛОВУЮ ЭНЕРГИЮ, РУБ./АКЦИЮ

		руб./МВт*ч				
		1644	1661	1678	1694	1711
руб./Гкал	1217	2,2	2,3	<b>2,5</b>	2,6	2,7
	1229	2,3	2,5	<b>2,6</b>	2,8	2,9
	1242	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>
	1254	2,6	2,8	<b>2,9</b>	3,1	3,2
	1266	2,8	2,9	<b>3,1</b>	3,2	3,4

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К СПОТ-ЦЕНАМ НА ЭЛЕКТРИЧЕСКУЮ И ТЕПЛОВУЮ ЭНЕРГИЮ, %

		руб./МВт*ч				
		1644	1661	1678	1694	1711
руб./Гкал	1217	-21,5%	-16,4%	<b>-11,3%</b>	-6,2%	-1,1%
	1229	-15,9%	-10,8%	<b>-5,6%</b>	-0,5%	4,6%
	1242	<b>-10,2%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>10,2%</b>
	1254	-4,6%	0,5%	<b>5,6%</b>	10,8%	15,9%
	1266	1,1%	6,2%	<b>11,3%</b>	16,4%	21,5%

Источник: ИБ Синара

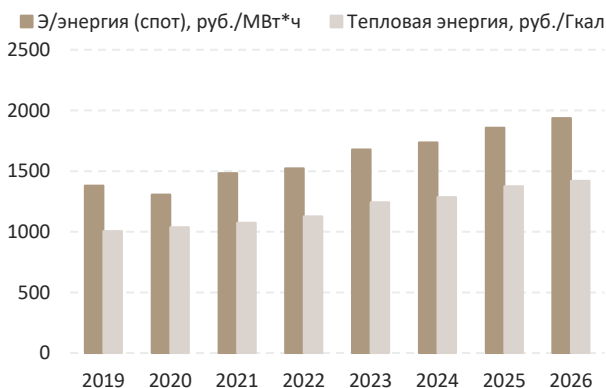
## МОСЭНЕРГО: ВКРАТЦЕ О КОМПАНИИ, ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ

**Мы не закладываем в прогнозы рост выработки.** В нашей финансовой модели мы предполагаем, что генерация электрической и тепловой энергии остается на неизменном уровне начиная с 2022 г. Цены на электричество, тепло и газ станут расти в соответствии с планом правительства по индексации газовых тарифов: на 8% в декабре 2022 г., 7% — в июле 2024 г. и еще на 7% — в июле 2025 г., далее ожидаем роста цен в соответствии с нашим прогнозом ИПЦ. По нашим оценкам, в прогнозном периоде отношение капзатрат к амортизационным отчислениям будет равно коэффициенту за 2021 г. (94%). Для справки: в 2019 и 2020 г. капзатраты Мосэнерго составили 103% и 70% от амортизационных отчислений соответственно. ДПМ истекут до конца 2024 г., и совокупные продажи мощностей по данным договорам уменьшатся с 1,1 ГВт в 2022 г. и 2023 г. до 0,4 ГВт в 2024 г.

**Вкратце о компании.** Мосэнерго — крупнейшая территориальная генерирующая компания России, технологически неотъемлемая часть единой энергетической системы РФ. В составе Мосэнерго работают 15 электростанций установленной электрической мощностью 12,6 тыс. МВт. Также в составе Мосэнерго функционируют районные и квартальные тепловые станции, районные станции теплоэлектроснабжения. Установленная тепловая мощность компании — 44,1 тыс. Гкал\*ч. Электростанции Мосэнерго поставляют свыше 50% электрической энергии, потребляемой в Московской области, и обеспечивают около 90% потребностей Москвы в тепловой энергии.

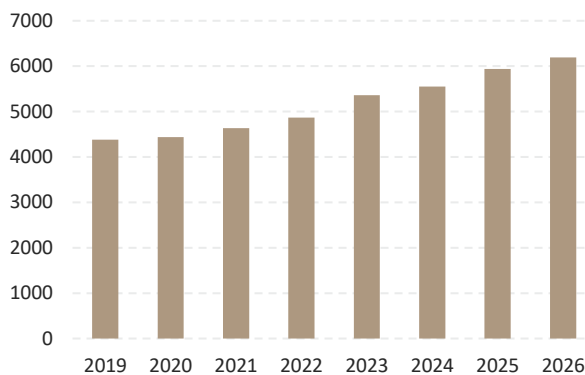
*Предполагаем, что генерация электрической и тепловой энергии остается на неизменном уровне начиная с 2022 г. Цены на электричество, тепло и газ станут расти согласно плану правительства по индексации газовых тарифов*

### ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ЦЕН НА ЭЛЕКТРИЧЕСКУЮ И ТЕПЛОВУЮ ЭНЕРГИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

### ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ЦЕНЫ НА ТОПЛИВО, РУБ./Т



Источники: данные компании, ИБ Синара

**МОСЭНЕРГО: ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ**

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистые продажи	180 908	225 158	232 122	254 489	256 522	269 438
Валовая прибыль	7 598	2 586	18 026	21 068	15 581	14 329
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	-	-	-	-	-	-
Прочие операционные расходы	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	34 309	42 311	40 994	44 575	38 420	37 035
Износ и амортизация	22 874	24 093	22 968	23 506	22 838	22 706
ЕВИТ	7 598	2 586	18 026	21 068	15 581	14 329
Чистые процентные расходы	-2 251	-2 214	-3 063	-3 347	-4 207	-4 953
Прибыль до налогообложения	10 170	4 123	20 057	23 422	18 039	17 179
Налог на прибыль	2 125	1 229	4 011	4 684	3 608	3 436
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль акционерам	8 045	2 894	16 046	18 738	14 431	13 743
Балансовый отчет, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Итого оборотные активы	92 993	93 838	103 016	116 583	123 646	132 627
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	43 687	48 130	56 383	66 978	73 770	81 036
Чистые основные средства	270 320	241 770	240 405	239 008	237 650	236 301
Итого активы	406 991	379 058	386 871	399 041	404 746	412 378
Итого текущие обязательства	5 296	6 309	6 309	6 309	6 309	6 309
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	11	7 510	7 510	7 510	7 510	7 510
Долгосрочная задолженность	15 100	0	0	0	0	0
Итого собственный капитал	329 791	315 964	323 143	333 857	338 920	345 447
Доля меньшинства						
Итого обязательства и собственный капитал	406 991	379 058	386 871	399 041	404 746	412 378
Чистый долг	-28 576	-40 620	-48 873	-59 468	-66 260	-73 526
Корректировки стоимости компании						
Отчет о движении денежных средств, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Средства от основной деятельности	34 616	42 723	40 994	44 575	38 420	37 035
Непредвиденные доходы (расходы)	0	0	0	0	0	0
Изменение в оборотном капитале	-1 034	-1 249	-291	-1 516	372	-611
Чистый операционный денежный поток	27 916	34 190	35 725	37 343	34 282	32 086
Капзатраты	-15 883	-22 661	-21 603	-22 109	-21 481	-21 356
Свободный денежный поток	12 033	11 529	14 122	15 234	12 801	10 730
Чистый денежный поток от инвестиций	-15 377	-26 541	-18 605	-18 724	-18 121	-17 605
Дивиденды выплаченные	-4 775	-7 074	-8 867	-8 023	-9 369	-7 216
Изменение в долге	-11 529	-7 600	0	0	0	0
Чистый денежный поток от финансовых операций	-16 646	-15 260	-8 867	-8 023	-9 369	-7 216

Источники: данные компании, ИБ Синара



## ОГК-2: СРЕДИ КРУПНЕЙШИХ ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ РФ

Мы начинаем анализ ОГК-2 с целевой ценой на горизонте 12 месяцев в 0,63 руб./акцию. Дивиденд на акцию на годовичном горизонте мы оцениваем в 0,10 руб., дивдоходность — в 16,4%. Потенциал роста в предстоящие 12 месяцев — 0,8%, что соответствует рейтингу «Держать». Предполагаем, что в 2023–2024 гг. у акций ОГК-2 будет привлекательная дивидендная доходность; вместе с тем думаем, ее окажется сложно сохранить и она сократится в 2025–2026 гг. до 7%. Поэтому мы не слишком оптимистичны по поводу потенциала роста акций с текущих ценовых уровней. Кроме того, ОГК-2 распределила на дивиденды в 2021–2022 гг. лишь 30% FCF с учетом затрат на обслуживание долга, остальные денежные средства накапливались как финансовые активы.

**Катализаторы роста:** возобновление публикации финансовых результатов; дивидендные платежи за 2022 г. (ГОСА ожидается в июне); рост спотовых цен на электроэнергию; хорошие операционные результаты за 1К23 (апрель).

**Риски:** низкая прозрачность, так как последние раскрытые финансовые результаты — за 1К22; дальнейший рост инвестиций в неосновной бизнес (энергетическое машиностроение); ужесточение регулирования.

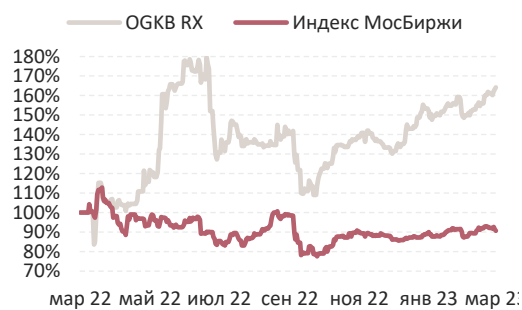
**Мы ожидаем умеренного роста финансовых показателей в 2022 г.** Последние раскрытые финансовые результаты — за 1К22, когда компания сообщила о росте выручки на 7,4% г/г до 39,6 млрд руб., снижении EBITDA на 2,6% г/г до 12,7 млрд руб. и увеличении чистой прибыли на 1,1% г/г до 7,2 млрд руб. Ожидаем, что показатели за 2022 г. окажутся неплохими: выручка должна вырасти на 1,1% г/г до 143,2 млрд руб., EBITDA — на 5,9% г/г до 39,8 млрд руб., чистая прибыль — до 22,8 млрд руб. после лишь 4,4 млрд руб. в 2021 г. в связи с убытком от переоценки активов в 2021 г. в размере 18,7 млрд руб.

**Выработка электроэнергии и тепла снизилась в 2022 г.** ОГК-2 продолжает раскрывать основные операционные результаты. Объемы генерации электроэнергии снизились за 2022 г. на 2,6% г/г до 48,5 млн МВт\*ч; компания объяснила это уменьшением потребления электроэнергии в отдельных регионах и оптимизацией использования мощностей. Генерация тепловой энергии снизилась в 2,2 раза в годовом сопоставлении до 5,3 млн Гкал в связи с теплой погодой и уменьшением потребления энергии населением.

**Прекращение действия ДПМ сильно повлияет на рентабельность в среднесрочной перспективе.** По нашим оценкам, в 2023 г. EBITDA, получаемая при поставке мощностей в рамках ДПМ, составит 35 млрд руб. — более 80% от всей EBITDA ОГК-2. Вместе с тем, поскольку большинство договоров истекают в 2024 г., а мощности, поставляемые по ДПМ, снизятся с 2,5 ГВт до лишь 0,36 ГВт, EBITDA в 2025 г. может упасть на 56% г/г до 17 млрд руб. ДПМ — специальный инструмент, который используется правительством РФ, чтобы стимулировать генерирующие компании вводить в эксплуатацию новые энергоблоки. Цена на мощности, предоставляемые в рамках ДПМ, значительно выше цены для старых активов; так, в 1К22 цена по ДПМ для ОГК-2 составляла 1,2 млн руб./МВт в месяц против 0,1 млн руб./МВт в месяц для старых мощностей.

**Надежный источник дивидендов, но мы ожидаем их снижения после 2025 г.** ОГК-2 — надежный источник дивидендных выплат. Дивидендная политика предусматривает выплату 50% от скорректированной чистой прибыли. Ключевые корректировки включают в себя переоценку валютных средств, основных средств и инвестиционных и финансовых активов. ОГК-2 выплатила дивиденды за 2022 г. в размере 10,6 млрд руб. (50% чистой прибыли по РСБУ и 46% скорректированной чистой прибыли по МСФО). Дивиденд на акцию за 2021 г. составил 0,0966 руб., что предполагает дивдоходность в 15,4%. Ожидаем, что дивиденды за 2022 г. будут выплачены в размере 11,4 млрд руб. (дивиденд на акцию — 0,103 руб., дивдоходность в 16,4%). Вместе с тем в связи с истечением ДПМ в 2025 г. ожидаем, что средняя дивдоходность сильно упадет после 2025 г.

## ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИЙ КОМПАНИЙ ПРОТИВ ИНДЕКСА



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

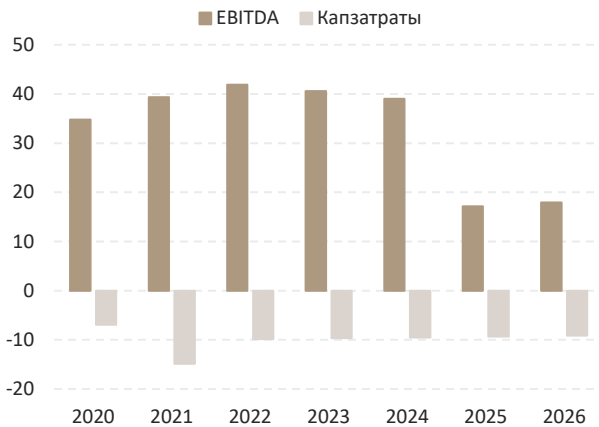
Тикер	OGKB RX
ISIN	RU000A0JNG55
Рыночная капитализация, млрд руб.	67,9
Рейтинг	Держать
Последняя цена, руб./акцию	0,629
Целевая цена, руб./акцию	0,63
Дивдоходность (12 месяцев)	16,4%
Потенциал роста	0,8%
Степень риска	●●●○○

## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И КОЭФФИЦИЕНТЫ

млрд руб.	2022П	2023П	2024П	2025П
EV/EBITDA	1,7	1,7	1,2	2,8
P/E	3,0	3,1	3,2	14,3
Продажи	143,2	151,6	154,5	139,8
EBITDA	41,9	40,6	39,0	17,1
Капзатраты	(9,9)	(9,7)	(9,5)	(9,3)
FCF	31,7	30,1	29,2	8,8
Чистый долг	2,6	(10,5)	(23,6)	(21,1)
ЧД/EBITDA	0,1	(0,3)	(0,6)	(1,2)
Прибыль на акцию, руб.	0,21	0,20	0,20	0,04
Дивиденд на акцию, руб.	0,10	0,10	0,10	0,05
Дивидендная доходность	16%	16%	16%	7%
Валовая рентабельность	20%	19%	17%	4%
Рентабельность по EBITDA	29%	27%	25%	12%
Рентабельность по чистой прибыли	16%	15%	14%	3%

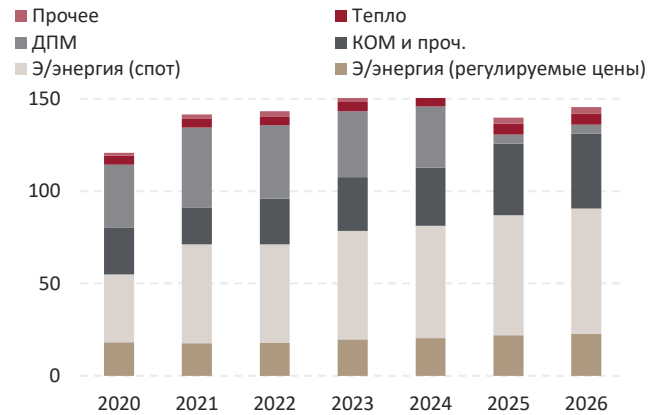
Источник: данные компании, ИБ Синара

**ПО-ПРЕЖНЕМУ СИЛЬНЫЙ FCF, МЛРД РУБ.**



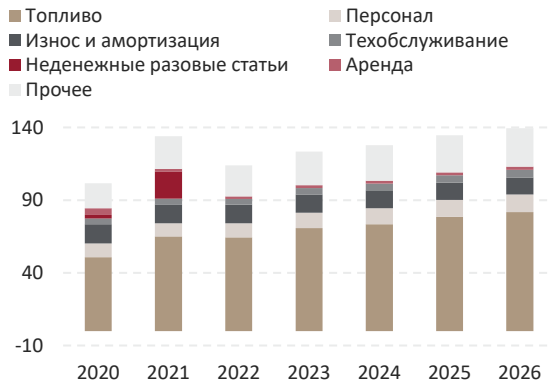
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ВЫРУЧКА ОТ ПРОДАЖ МОЩНОСТЕЙ ПО ДПМ ПАДАЕТ ПОСЛЕ 2025 Г., МЛРД РУБ.**



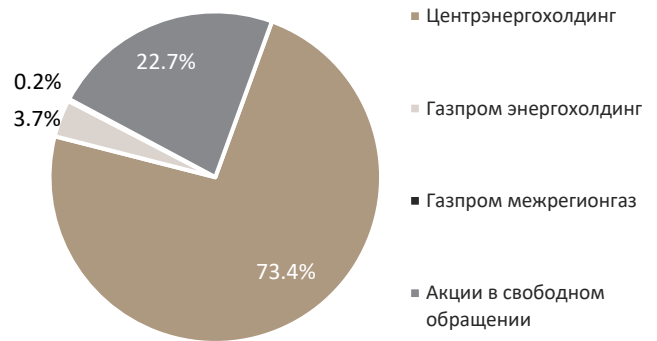
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ТОПЛИВНЫЕ ЗАТРАТЫ — ОСНОВНАЯ СТАТЬЯ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ РАСХОДОВ, МЛРД РУБ.**



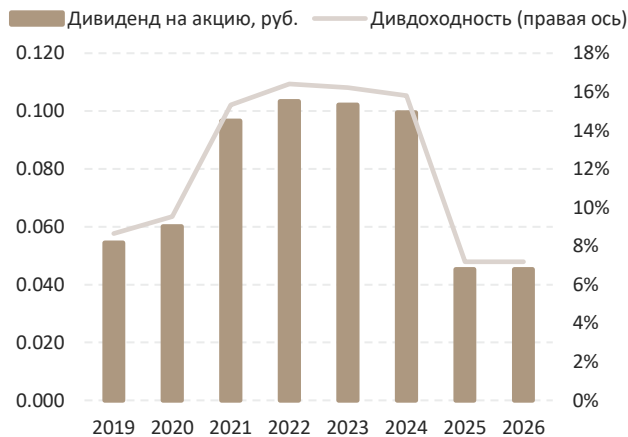
Источники: данные компании, ИБ Синара

**СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ: ГАЗПРОМУ ПРИНАДЛЕЖИТ БОЛЕЕ ЧЕМ 75%**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ДИВИДЕНДЫ МОГУТ ЗНАЧИТЕЛЬНО СНИЗИТЬСЯ ПОСЛЕ ЗАВЕРШЕНИЯ ДПМ**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК ВЫРУЧКИ — РЕАЛИЗАЦИЯ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ**



Источники: данные компании, ИБ Синара

## ОГК-2: ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

**Привлекательная дивидендность в течение нескольких ближайших лет, но не в долгосрочной перспективе.** ОГК-2 — одна из крупнейших российских генерирующих компаний. Выручка от реализации электроэнергии и мощностей составляет до 95% всех продаж. В рамках ДПМ компания построила 3,8 ГВт новых мощностей в 2010–2018 гг. и в связи с этим по условиям договоров получает повышенные платежи за мощность. ДПМ позволяют ОГК-2 выплачивать высокие дивиденды. Вместе с тем ситуация сильно изменится после 2025 г., когда большинство данных договоров истекут; компания не сможет поддержать высокую дивидендную доходность в долгосрочной перспективе. По сравнению с другими российскими компаниями сектора акции ОГК-2 торгуются по сниженному мультипликатору P/BV (за 2022 г. — 0,4). Ключевая причина — 15%-ный показатель ROE в 2022 г., который снизится до 3% в 2025 г., что обусловлено низкими ценами на энергию на российском рынке из-за регуляторных ограничений и окончанием действия ДПМ. ОГК-2 распределила на дивиденды в 2021–2022 гг. лишь 30% FCF с учетом затрат на обслуживание долга, при этом наращивая финансовые активы, которые к концу 1К22 составили 25 млрд руб. В 2019 г. ОГК-2 потратила 20 млрд руб. на приобретение 38%-ной доли в энергомашиностроительной «дочке» ГЭХ. ЧД/ЕБИТДА у ОГК-2 был в конце 2022 г. на очень низком уровне — 0,1, по нашим оценкам.

*ДПМ позволяют ОГК-2 выплачивать высокие дивиденды. Вместе с тем ситуация сильно изменится после 2025 г., когда большинство ДПМ истекут; компания может снизить дивидендные выплаты в долгосрочной перспективе*

## ОГК-2: ОЦЕНКА

Мы рассчитываем целевую цену акций ОГК-2 в равной степени на основе моделей DCF и DDM. Таким образом мы учитываем и фундаментальные факторы, и текущий подход к распределению средств акционерам. Чтобы посчитать ставку дисконтирования, мы используем безрисковую ставку в 9%, премию за риск по инвестициям в акции — в 7%; соответственно, COE составляет 15,5%, а WACC — 14,5%. Справедливая цена по модели DCF — 0,87 руб./акцию, по модели DDM — лишь 0,4 руб./акцию. Разница в ценах — результат допущения, что компания распределит на дивиденды только 47% чистого денежного потока с учетом затрат на обслуживание долга, а остальные средства станут накапливать в форме финансовых активов. Данное предположение отражает недавнюю практику; вместе с тем отметим, что, если ОГК-2 распределит в пользу акционеров больше средств, справедливая цена акции тоже вырастет.

*Разница в ценах, определяемых по моделям DCF и DDM, — результат допущения, что компания распределит на дивиденды только 47% чистого денежного потока с учетом затрат на обслуживание долга, а остальные средства станут накапливать в форме финансовых активов*

### ОГК-2: ОЦЕНКА ПО МОДЕЛИ DCF

млн руб.	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
FCF	29 210	8 844	8 200	9 162	9 244	73 785
Фактор дисконтирования	1,15	1,31	1,50	1,72	1,97	1,97
Дисконтированный FCF	25 505	6 743	5 458	5 325	4 691	37 445
Справедливая стоимость компании	85 167					
Чистый долг (2023 г.)	-10 457	Стоимость собственного капитала			15,5%	
Корректировки на долю владения	0	WACC			14,5%	
Целевая рыночная капитализация	95 625	Рост в постпрогнозный период			2%	
Целевая цена на горизонте 12 месяцев, руб./акцию	0,87					

Источник: ИБ Синара

### ОГК-2: ОЦЕНКА ПО МОДЕЛИ DDM

	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
Дивиденд на акцию, руб.	0,102	0,100	0,045	0,045	0,045	0,335
Фактор дисконтирования	1,16	1,33	1,54	1,78	2,06	2,06
Дисконтированный FCF, руб.	0,09	0,07	0,03	0,03	0,02	0,16
Целевая цена на горизонте 12 месяцев, руб./акцию	0,40	Стоимость собственного капитала			15,5%	
		Рост в постпрогнозный период			2%	

Источник: ИБ Синара

## ОГК-2: ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕНЫ

С нашей точки зрения, цена акций ОГК-2 может вырасти благодаря в первую очередь двум факторам: увеличению свободных цен на электроэнергию и снижению потребления топлива на единицу отпускаемой энергии. 37% выручки в 2023 г. компания получит от продаж электроэнергии по свободным ценам, а расходы на топливо в 2023 г. должны достичь 57% от себестоимости. Рост свободной цены на электроэнергию в текущем году на 1% выше нашего прогноза увеличивает и прогнозную EBITDA (на 1,4%), а целевая цена вырастает на 4,3% по сравнению с текущими оценками. Сокращение удельного расхода топлива (УРУТ) на производство электроэнергии в 2023 г. на 1% против нашего прогноза выражается в 1,6%-ном повышении прогноза по EBITDA и 5,0%-ном увеличении целевой цены.

**С нашей точки зрения, на цену акций ОГК-2 прежде всего влияют два фактора: свободные цены на электроэнергию и уровень потребления топлива на кВт\*ч**

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К СПОТ-ЦЕНЕ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ И УРУТ В 2023 Г., МЛРД РУБ.

		руб./МВт*ч				
		1563	1579	1595	1611	1627
г/кВт*ч	312	41,4	42,0	<b>42,6</b>	43,2	43,8
	318	40,1	40,7	<b>41,3</b>	41,9	42,4
	322	<b>39,4</b>	<b>40,0</b>	<b>40,6</b>	<b>41,2</b>	<b>41,8</b>
	325	38,8	39,4	<b>39,9</b>	40,5	41,1
	328	38,1	38,7	<b>39,3</b>	39,9	40,4

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К СПОТ-ЦЕНЕ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ И УРУТ В 2023 Г., %

		руб./МВт*ч				
		1563	1579	1595	1611	1627
г/кВт*ч	312	2,0%	3,5%	<b>4,9%</b>	6,4%	7,8%
	318	-1,2%	0,2%	<b>1,6%</b>	3,1%	4,5%
	322	<b>-2,9%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,9%</b>
	325	-4,5%	-3,1%	<b>-1,6%</b>	-0,2%	1,2%
	328	-6,2%	-4,7%	<b>-3,3%</b>	-1,8%	-0,4%

Источник: ИБ Синара

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К СПОТ-ЦЕНЕ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ И УРУТ, РУБ./АКЦИЮ

		руб./МВт*ч				
		1563	1579	1595	1611	1627
г/кВт*ч	312	0,67	0,70	<b>0,73</b>	0,76	0,78
	318	0,61	0,64	<b>0,67</b>	0,69	0,72
	322	<b>0,58</b>	<b>0,61</b>	<b>0,63</b>	<b>0,66</b>	<b>0,69</b>
	325	0,55	0,58	<b>0,60</b>	0,63	0,66
	328	0,52	0,54	<b>0,57</b>	0,60	0,63

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К СПОТ-ЦЕНЕ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ И УРУТ, %

		руб./МВт*ч				
		1563	1579	1595	1611	1627
г/кВт*ч	312	6,2%	10,5%	<b>14,8%</b>	19,1%	23,4%
	318	-3,6%	0,7%	<b>5,0%</b>	9,3%	13,6%
	322	<b>-8,6%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>8,6%</b>
	325	-13,6%	-9,3%	<b>-5,0%</b>	-0,7%	3,6%
	328	-18,5%	-14,2%	<b>-9,9%</b>	-5,6%	-1,4%

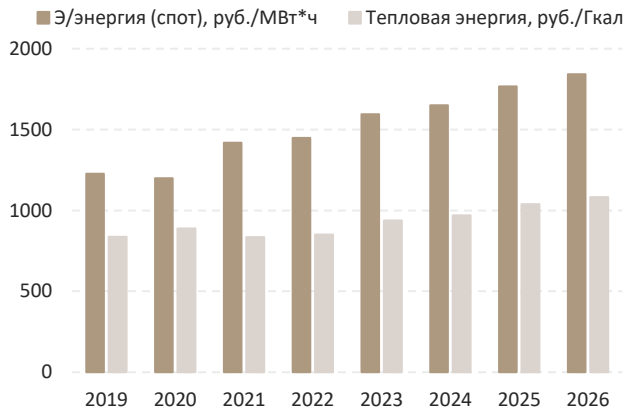
Источник: ИБ Синара

## ОГК-2: ВКРАТЦЕ О КОМПАНИИ, ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ

**Финансовая модель.** В нашей финансовой модели мы предполагаем, что генерация электрической и тепловой энергии остается на неизменном уровне начиная с 2022 г. Цены на электричество, тепло и газ станут расти в соответствии с планом правительства по индексации газовых тарифов (на 8% в декабре 2022 г., 7% — в июле 2024 г. и еще на 7% — в июле 2025 г.). Начиная с 2026 г. ожидаем роста цен в соответствии с нашим прогнозом ИПЦ. В прогнозном периоде отношение капзатрат к амортизационным отчислениям должно быть равно среднему коэффициенту за последние три года (78%). Инвестиционная программа компании предусматривает капитальные расходы на поддержание работоспособности существующего оборудования и техническое перевооружение энергоблоков. Программа по модернизации предполагает IRR (внутреннюю норму доходности) в 14% при доходности бенчмарка — десятилетних ОФЗ — в 8,5%.

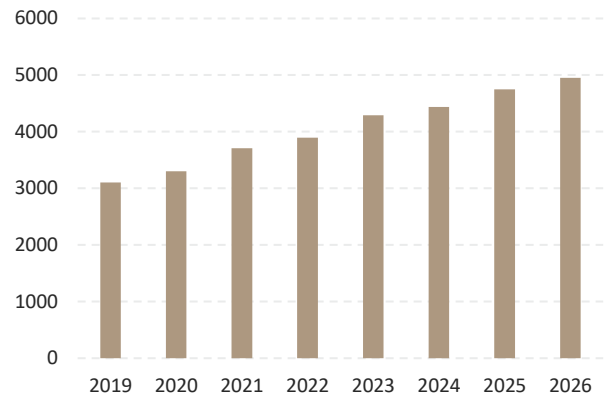
**Вкратце о компании.** ОГК-2 — крупнейшая российская компания тепловой генерации с установленной мощностью в 17,6 ГВт. У компании 12 филиалов (электростанций) в 11 регионах России. Основные виды деятельности ОГК-2 — производство и продажа электрической и тепловой энергии. Главный рынок сбыта — оптовый рынок электрической энергии (мощности). В ходе реализации программы ДПМ на электростанциях установлено шесть парогазовых установок, которые позволяют существенно снизить потребление топлива на единицу отпускаемой электроэнергии, что, в свою очередь, снижает выбросы вредных веществ в атмосферу.

**ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ЦЕН НА ЭЛЕКТРИЧЕСКУЮ И ТЕПЛОВУЮ ЭНЕРГИЮ**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ЦЕНЫ НА ТОПЛИВО, РУБ./Т**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ОГК-2: ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ**

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистые продажи	120 687	141 574	143 201	151 594	154 537	139 842
Валовая прибыль	19 186	7 524	29 205	28 168	26 811	5 148
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	-	-	-	-	-	-
Прочие операционные расходы	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	34 808	39 364	41 885	40 607	39 014	17 120
Износ и амортизация	13 185	13 114	12 680	12 439	12 203	11 972
ЕВИТ	19 186	7 524	29 205	28 168	26 811	5 148
Чистые процентные расходы	1 926	971	666	-41	-663	-907
Прибыль до налогообложения	17 162	5 616	28 539	28 208	27 474	6 054
Налог на прибыль	3 879	1 181	5 708	5 642	5 495	1 211
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	1
Чистая прибыль акционерам	13 256	4 435	22 831	22 567	21 979	4 843
Балансовый отчет, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Итого оборотные активы	41 461	40 759	55 616	70 374	84 162	81 297
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	15 272	19 279	33 935	47 005	60 100	57 651
Чистые основные средства	160 851	147 745	144 936	142 180	139 477	136 824
Итого активы	224 425	210 134	222 182	234 184	245 268	239 751
Итого текущие обязательства	18 432	13 893	13 773	14 624	15 013	15 642
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	6 065	275	275	275	275	275
Долгосрочная задолженность	38 877	36 273	36 273	36 273	36 273	36 273
Итого собственный капитал	144 641	142 796	154 963	166 115	176 811	170 664
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	1
Итого обязательства и собственный капитал	224 425	210 134	222 182	234 184	245 268	239 751
Чистый долг	29 670	17 269	2 613	-10 457	-23 552	-21 103
Корректировки стоимости компании	0	0	0	0	0	1
Отчет о движении денежных средств, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Средства от основной деятельности	31 783	39 621	41 885	40 607	39 014	17 120
Непредвиденные доходы (расходы)	0	0	0	0	0	0
Изменение в оборотном капитале	-6 378	529	-321	-837	-304	1 044
Чистый операционный денежный поток	25 405	40 150	41 564	39 770	38 710	18 164
Капзатраты	-6 910	-14 832	-9 871	-9 683	-9 500	-9 320
Свободный денежный поток	18 495	25 318	31 693	30 087	29 210	8 844
Чистый денежный поток от инвестиций	-4 993	-17 866	-8 331	-7 713	-6 907	-6 483
Дивиденды выплаченные	-5 988	-6 605	-10 663	-11 415	-11 283	-10 990
Изменение в долге	-7 745	-8 321	0	0	0	0
Чистый денежный поток от финансовых операций	-13 961	-15 130	-10 663	-11 415	-11 283	-10 990

Источники: данные компании, ИБ Синара

## ТГК-1: РЕДКАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ ДОСТУПА К ЭНЕРГИИ ГЭС

Мы начинаем анализ ТГК-1 с целевой ценой на горизонте 12 месяцев в 0,0075 руб./акцию. Мы не ожидаем выплаты дивидендов в ближайший год: существовавшие в 2022 г. препятствия для выплат, на наш взгляд, пока не устранены. Потенциал снижения на годичном горизонте — 7%, что соответствует рейтингу «Продавать». Если ТГК-1 возобновит дивидендные выплаты в 2024 г., дивдоходность может достигнуть 8%. Факторы, негативно влияющие на бизнес ТГК-1, — прекращение платежей по ДПМ и экспорта электроэнергии в Финляндию. С позитивной стороны отметим, что ТГК-1 предоставляет уникальный доступ к такому генерирующему активу, как ГЭС, который продает электроэнергию на свободном рынке.

**Катализаторы роста:** возобновление публикации финансовых результатов; рост спотовых цен на электроэнергию; хорошие операционные результаты за 1К23 (апрель); премии к спот-ценам в связи с экологичной выработкой энергии на ГЭС.

**Риски:** низкая прозрачность (последние опубликованные финансовые результаты — лишь за 1К22); возможные инвестиции в непрофильный бизнес (энергетическое машиностроение); санкции; ужесточение регулирования.

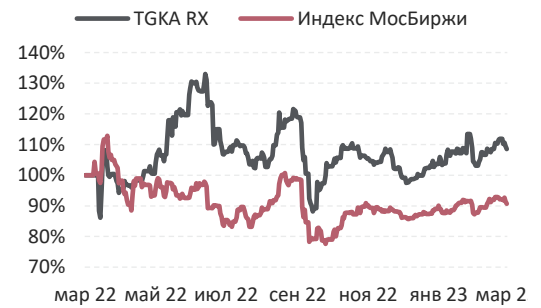
**Динамика показателей за весь 2022 г. будет хуже, чем за 1К22.** Последние раскрытые финансовые показатели — за 1К22 — были очень сильными: тогда компания сообщила о росте выручки на 11,9% г/г до 36,4 млрд руб., EBITDA — на 31% г/г до 10,9 млрд руб., чистой прибыли — на 42,5% г/г до 6,3 млрд руб. Увеличение показателей было обусловлено чрезвычайно благоприятной конъюнктурой экспортных цен на электроэнергию и ростом объемов экспорта на 19% г/г до 0,33 млн МВт. Мы ожидаем по-прежнему сильных, но более скромных результатов за 2022 г.: роста выручки на 5,3% г/г и снижения EBITDA на 7% г/г. Такое отличие от результата 1К22 обусловлено прекращением экспорта начиная с 3К22 и его уменьшением за год на 62% г/г. При этом, по нашим оценкам, экспортная EBITDA в 2021 г. составила 12% от общего показателя.

**Выработка ГЭС в 2022 г. сохранилась на уровне 2021 г.** ТГК-1 продолжает раскрывать операционные результаты. Объемы генерации электроэнергии снизились за 2022 г. на 1,2% г/г до 29,8 млн МВт\*ч. При этом ТЭС уменьшили выработку на 2,2% г/г до 16,6 млн МВт\*ч, а результаты ГЭС остались неизменными — 13,1 млн МВт\*ч. Объемы генерации теплотехники снизились на 1,8% г/г до 25,7 млн Гкал. Компания вырабатывала меньше теплотехники в связи с потеплением.

**Истечение ДПМ, прекращение экспорта.** Наша финансовая модель предполагает негативное влияние на финансовые показатели за 2023 г. двух факторов: падения продаж мощностей по ДПМ с 6,3 млрд руб. в 2022 г. до 4,8 млрд руб. в 2023 г.; сокращения экспортных продаж с 1,7 млрд руб. в 2022 г. до нуля в 2023 г. Мы не прогнозируем возобновления экспорта электроэнергии в Финляндию, поскольку конфликт между Россией и ЕС продолжает обостряться. Соответственно, EBITDA компании в 2023 г. должна упасть на 14% г/г до 17,5 млрд руб.

**Дивидендная политика и история выплат.** Дивидендная политика предусматривает выплату 50% от скорректированной чистой прибыли по РСБУ либо МСФО. Ключевые корректировки включают в себя переоценку валютных средств, основных средств и и инвестиционных и финансовых активов. В 2022 г. совет директоров ТГК-1 предложил выплатить дивиденды за 2021 г. в размере 4,3 млрд руб. (дивиденд на акцию — 0,001125 руб., дивдоходность 17%). Вместе с тем в мае 2022 г. акционеры не одобрили выплату дивидендов. В отличие от Мосэнерго и ОГК-2, крупнейший миноритарный акционер ТГК-1 — зарубежная компания (финская Fortum) с блокирующей долей в 29,5%. Полагаем, что до выхода Fortum из состава акционеров ТГК-1 не возобновит дивидендные выплаты. В нашей финансовой модели мы ожидаем первую выплату в 2024 г. (в целом за 2023 г. — 2,3 млрд руб., дивиденд на акцию в 0,00061 руб., дивдоходность в 8%).

## ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИЙ КОМПАНИЙ ПРОТИВ ИНДЕКСА



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

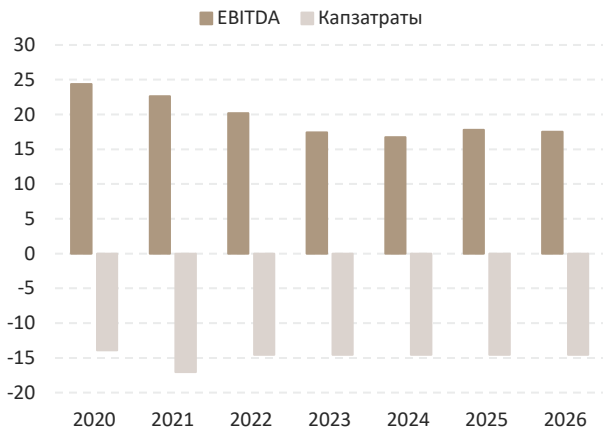
Тикер	TGKA RX
ISIN	RU000A0JNUD0
Рыночная капитализация, млрд руб.	31,3
Рейтинг	Продавать
Последняя цена, руб./акцию	0,00812
Целевая цена, руб./акцию	0,0075
Дивдоходность (12 месяцев)	0%
Потенциал снижения	7%
Степень риска	●●●○

## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И КОЭФФИЦИЕНТЫ

млрд руб.	2022П	2023П	2024П	2025П
EV/EBITDA	2,1	2,2	2,3	2,1
P/E	4,3	6,6	7,9	6,9
Продажи	104,6	108,7	111,6	117,8
EBITDA	21,0	18,2	17,5	18,6
Капзатраты	(14,6)	(14,6)	(14,6)	(14,6)
FCF	4,2	2,3	1,6	2,2
Чистый долг	(1,0)	(3,9)	(3,8)	(4,6)
ЧД/EBITDA	отриц.	отриц.	отриц.	отриц.
Прибыль на акцию, руб.	0,0019	0,0012	0,0010	0,0012
Дивиденд на акцию, руб.	0,0000	0,0006	0,0005	0,0006
Дивидендная доходность	0%	8%	6%	7%
Валовая рентабельность	9%	5%	4%	5%
Рентабельность по EBITDA	20%	17%	16%	16%
Рентабельность по чистой прибыли	7%	4%	4%	4%

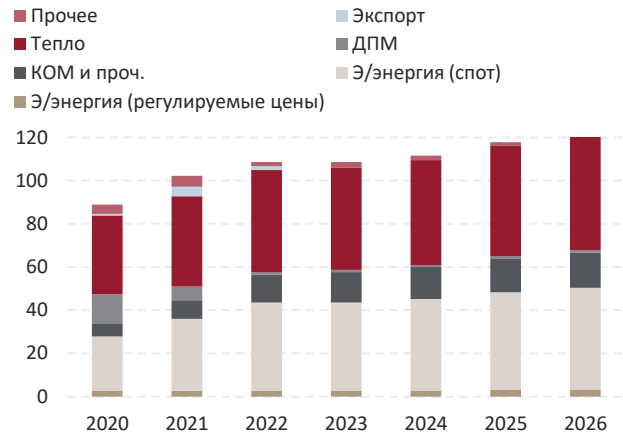
Источники: данные компании, ИБ Синара

**НЕСМОТЯ НА ВЫСОКИЕ КАПЗАТРАТЫ, ОСТАЮТСЯ НЕКОТОРЫЕ СВОБОДНЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА, МЛРД РУБ.**



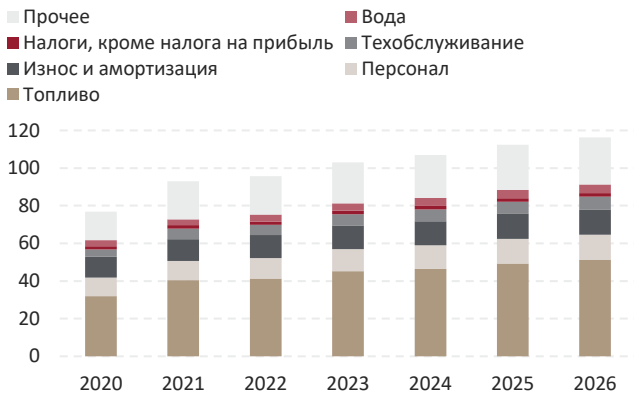
Источники: данные компании, ИБ Синара

**РОСТ ЦЕН КОМПЕНСИРУЕТ ПОТЕРЮ ЭКСПОРТНЫХ ОБЪЕМОВ И СНИЖЕНИЕ ДОХОДОВ ОТ ДПМ (ВЫРУЧКА), МЛРД РУБ.**



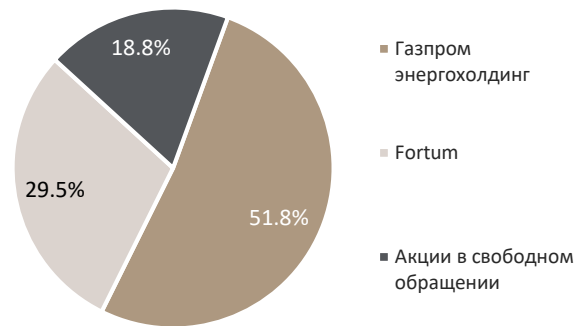
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ОСНОВНАЯ СТАТЬЯ РАСХОДОВ — НА ТОПЛИВО, НО ИХ ДОЛЯ МЕНЬШЕ, ЧЕМ У МОСЭНЕРГО И ОГК-2**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**В СТРУКТУРЕ АКЦИОНЕРОВ ДОЛЯ ФИНСКОЙ FORTUM ВСЕ ЕЩЕ ИГРАЕТ БЛОКИРУЮЩУЮ РОЛЬ**



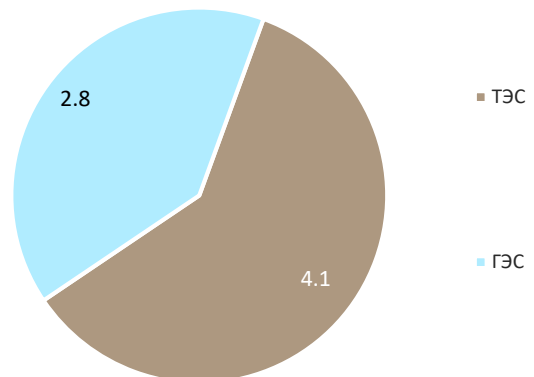
Источник: ПАО Московская Биржа

**ДИВИДЕНДЫ ПОД УГРОЗОЙ**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**НА ГЭС ПРИХОДИТСЯ 40% УСТАНОВЛЕННОЙ МОЩНОСТИ, ГВт**



Источники: данные компании, ИБ Синара



## ТГК-1: ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Справедливо оцененная генерирующая компания, у которой на гидрогенерацию приходится 40% установленной мощности. ТГК-1 — генерирующая компания с собственными электростанциями на северо-западе России. Уникальная особенность бизнеса компании заключается в том, что 40% установленной мощности приходится на средние ГЭС, имеющие доступ на свободный рынок. В связи с особенностями структуры акционеров ТГК-1 не выплачивала дивиденды за 2021 г., и мы не ожидаем возобновления выплат до 2024 г. EBITDA компании должна оставаться ниже уровня 2022 г. до 2027–2028 гг., когда ТГК-1 начнет получать платежи за продажу мощности новой малой ГЭС и ветровой электростанции. Один из ключевых рисков для компании — возможные инвестиции в энергетическое машиностроение аналогично ОГК-2 и Мосэнерго. Полагаем, компания не участвовала в докапитализации этого направления в 2019 г. в связи с блокирующей долей Fortum, как только финская компания выйдет из состава собственников, акционеры могут одобрить вложения в данный бизнес. Чистые денежные средства у ТГК-1 были в конце 2022 г. на уровне 1 млрд руб., по нашим оценкам.

**Уникальная особенность бизнеса компании заключается в том, что 40% установленной мощности приходится на средние ГЭС, имеющие доступ на свободный рынок**

## ТГК-1: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Мы рассчитываем целевую цену акций ТГК-1 в равной степени на основе моделей DCF и DDM. Данный подход и отражает долгосрочную оценку актива, и показывает его стоимость в свете предполагаемых, в силу недавней практики, дивидендных выплат. Чтобы получить значение дисконтированного денежного потока, мы используем безрисковую ставку в 9%, премию за риск по инвестициям в акции — в 7%; соответственно, COE составляет 14,8%, а WACC — 13,3%. Справедливая цена по модели DCF — 0,010 руб./акцию, по модели DDM — лишь 0,0047 руб./акцию. Разница в ценах, определяемых по моделям DCF и DDM, — результат допущения, что компания распределит на дивиденды в 2023–2028 гг. только 65% FCF с использованием заемного финансирования, а остальные средства станут накапливать в форме финансовых активов. Если ТГК-1 начнет распределять в пользу миноритарных акционеров большую часть FCF, в дальнейшем мы можем повысить оценку компании.

**Разница в ценах, определяемых по моделям DCF и DDM, — результат допущения, что компания распределит на дивиденды в 2023–2028 гг. только 65% FCF с использованием заемного финансирования, а остальные средства станут накапливать в форме финансовых активов**

### ТГК-1: ОЦЕНКА ПО МОДЕЛИ DCF

млн руб.	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
FCF	2 187	2 794	2 921	5 138	5 564	49 450
Фактор дисконтирования	1,13	1,28	1,45	1,65	1,86	1,86
Дисконтированный FCF	1931	2 178	2 011	3 123	2 986	26 543
Справедливая стоимость компании	38 772					
Чистый долг (2023 г.)	-3 891					
Корректировки на долю владения	2 650					
Целевая рыночная капитализация	40 013					
Целевая цена на горизонте 12 месяцев, руб./акцию	0,0104					
					Стоимость собственного капитала WACC	14,8%
					Рост в постпрогнозный период	13,3%
						2%

Источник: ИБ Синара

### ТГК-1: ОЦЕНКА ПО МОДЕЛИ DDM

	2024	2025	2026	2027	2028	Постпрогнозный период
Дивиденд на акцию, руб.	0,00061	0,00052	0,00059	0,00054	0,00070	0,00543
Фактор дисконтирования	1,1	1,3	1,5	1,7	2,0	2,0
Дисконтированный FCF, руб.	0,00053	0,00039	0,00039	0,00031	0,00035	0,00272
Целевая цена на горизонте 12 месяцев, руб./акцию	0,0047					
					Стоимость собственного капитала	14,8%
					Рост в постпрогнозный период	2%

Источник: ИБ Синара

## ТГК-1: ОЦЕНКА ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ

Мы подчеркиваем, что особенность бизнеса ТГК-1 — это генерация гидроэнергии. Как мы предполагаем, превышение ожидаемого сейчас уровня генерации энергии на ГЭС в 2023 г. на 1% выражается в 0,7%-ном росте EBITDA против наших текущих оценок. В этом случае наша целевая цена акций ТГК-1 вырастает на 1,9%. Еще один важный фактор — свободная цена на отпускаемую электроэнергию. Анализ чувствительности показывает, что изменение спотовой цены на 1% в 2023 г. выражается в увеличении EBITDA на 2,4%, а целевой цены — на 6,8%. Мы также подчеркиваем, что снижение удельного расхода условного топлива (УРУТ) на генерацию электрической энергии на 1% увеличивает прогнозную EBITDA на 1,1%, а снижение УРУТ на генерацию тепловой — на 1,4%. Целевые цены при этом повышаются на 3,0% и 3,7% соответственно.

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К СПОТ-ЦЕНАМ И ГЕНЕРАЦИИ ЭНЕРГИИ НА ГЭС, МЛРД РУБ.

		руб./МВт*ч					
		18	1399	1413	1427	1441	1456
млн МВт*ч	13	17,0	17,4	<b>17,8</b>	18,2	18,6	
	13	17,2	17,6	<b>18,0</b>	18,5	18,9	
	13	<b>17,3</b>	<b>17,8</b>	<b>18,2</b>	<b>18,6</b>	<b>19,0</b>	
	13	17,5	17,9	<b>18,3</b>	18,7	19,1	
	13	17,6	18,0	<b>18,4</b>	18,8	19,2	

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К СПОТ-ЦЕНАМ И ГЕНЕРАЦИИ ЭНЕРГИИ НА ГЭС, %

		руб./МВт*ч				
		1399	1413	1427	1441	1456
млн МВт*ч	13	-6,3%	-4,1%	<b>-1,9%</b>	0,4%	2,6%
	13	-5,1%	-2,9%	<b>-0,6%</b>	1,6%	3,9%
	13	<b>-4,5%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>4,5%</b>
	13	-3,9%	-1,6%	<b>0,6%</b>	2,9%	5,1%
	13	-3,3%	-1,0%	<b>1,2%</b>	3,5%	5,8%

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К СПОТ-ЦЕНАМ И ГЕНЕРАЦИИ ЭНЕРГИИ НА ГЭС, РУБ./АКЦИЮ

		руб./МВт*ч					
		0	1399	1413	1427	1441	1456
млн МВт*ч	13	0,0058	0,0064	<b>0,0070</b>	0,0076	0,0083	
	13	0,0061	0,0067	<b>0,0074</b>	0,0080	0,0086	
	13	<b>0,0063</b>	<b>0,0069</b>	<b>0,0075</b>	<b>0,0082</b>	<b>0,0088</b>	
	13	0,0065	0,0071	<b>0,0077</b>	0,0083	0,0090	
	13	0,0066	0,0073	<b>0,0079</b>	0,0085	0,0092	

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К СПОТ-ЦЕНАМ И ГЕНЕРАЦИИ ЭНЕРГИИ НА ГЭС, %

		руб./МВт*ч				
		1399	1413	1427	1441	1456
млн МВт*ч	13	-23,4%	-15,1%	<b>-6,9%</b>	1,4%	9,6%
	13	-18,9%	-10,6%	<b>-2,3%</b>	6,0%	14,3%
	13	<b>-16,7%</b>	<b>-8,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>8,3%</b>	<b>16,7%</b>
	13	-14,4%	-6,1%	<b>2,3%</b>	10,7%	19,0%
	13	-12,2%	-3,8%	<b>4,6%</b>	13,0%	21,4%

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К УРУТ, МЛРД РУБ.

		г/кВт*ч					
		18	201	203	205	207	209
кг/Гкал	166	19,1	18,9	<b>18,7</b>	18,5	18,3	
	167	18,8	18,6	<b>18,4</b>	18,2	18,0	
	169	<b>18,6</b>	<b>18,4</b>	<b>18,2</b>	<b>18,0</b>	<b>17,8</b>	
	171	18,3	18,1	<b>17,9</b>	17,7	17,5	
	172	18,1	17,9	<b>17,7</b>	17,5	17,3	

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ EBITDA К УРУТ, %

		г/кВт*ч				
		201	203	205	207	209
кг/Гкал	166	5,0%	3,9%	<b>2,8%</b>	1,7%	0,6%
	167	3,6%	2,5%	<b>1,4%</b>	0,3%	-0,8%
	169	<b>2,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-2,2%</b>
	171	0,8%	-0,3%	<b>-1,4%</b>	-2,5%	-3,6%
	172	-0,6%	-1,7%	<b>-2,8%</b>	-3,9%	-5,0%

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К УРУТ, РУБ./АКЦИЮ

		г/кВт*ч					
		0	201	203	205	207	209
кг/Гкал	166	0,0089	0,0086	<b>0,0083</b>	0,0080	0,0077	
	167	0,0085	0,0082	<b>0,0079</b>	0,0076	0,0073	
	169	<b>0,0082</b>	<b>0,0078</b>	<b>0,0075</b>	<b>0,0072</b>	<b>0,0069</b>	
	171	0,0078	0,0075	<b>0,0072</b>	0,0069	0,0066	
	172	0,0074	0,0071	<b>0,0068</b>	0,0065	0,0062	

Источник: ИБ Синара

### ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К УРУТ, %

		г/кВт*ч				
		201	203	205	207	209
кг/Гкал	166	18,0%	13,9%	<b>9,8%</b>	5,7%	1,7%
	167	13,1%	9,0%	<b>4,9%</b>	0,8%	-3,3%
	169	<b>8,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-8,2%</b>
	171	3,3%	-0,8%	<b>-4,9%</b>	-9,0%	-13,1%
	172	-1,7%	-5,7%	<b>-9,8%</b>	-13,9%	-18,0%

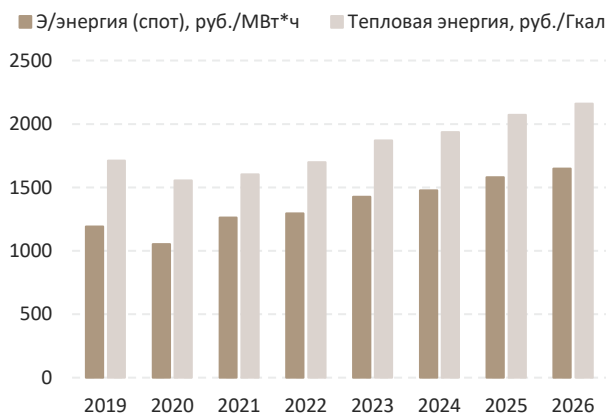
Источник: ИБ Синара

## ТГК-1: ВКРАТЦЕ О КОМПАНИИ, ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ

**Финансовая модель.** В нашей финансовой модели мы предполагаем, что генерация электрической и тепловой энергии остается на неизменном уровне начиная с 2022 г. Цены на электрическую и тепловую энергию и на газ станут расти в соответствии с планом правительства по индексации тарифов на газ (на 8% в декабре 2022 г., 7% — в июле 2024 г. и еще на 7% — в июле 2025 г.). Начиная с 2026 г. ожидаем роста цен в соответствии с нашим прогнозом ИПЦ. Мы ожидаем, что с 2022 г. капитальные затраты ТГК-1 окажутся на 2,5 млрд руб. ниже уровня 2021 г., поскольку мы не учитываем поступления от правительства Санкт-Петербурга в адрес распределяющей тепло дочерней компании ТГК-1 в рамках инвестиционной программы. В нашей модели капзатраты остаются на неизменном уровне до 2027 г., затем становятся равны стоимости износа: ТГК-1 должна закончить строительство маломощной ГЭС и ветровой электростанции общей мощностью 41 МВт.

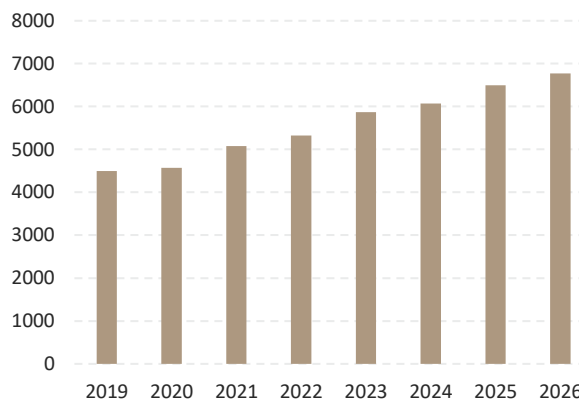
**Вкратце о компании.** ТГК-1 — ведущий производитель и поставщик электрической и тепловой энергии в Северо-Западном регионе России. Компания объединяет 52 электростанции в четырех субъектах РФ: Санкт-Петербурге, Республике Карелия, Ленинградской и Мурманской областях. 19 из них расположены за Полярным кругом. Установленная электрическая мощность — 6,9 ГВт, тепловая — 13,57 тыс. Гкал/час. У ТГК-1 уникальная структура производственных активов. На гидрогенерацию приходится 40% установленной мощности. Генерируемую энергию компания поставляет на внутренний оптовый рынок электроэнергии и мощностей, ранее экспортировала в Финляндию. ТГК-1 — стратегический поставщик тепловой энергии в Санкт-Петербурге, Петрозаводске, Мурманске, Апатитах и Кировске.

### ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ЦЕН НА ЭЛЕКТРИЧЕСКУЮ И ТЕПЛОВУЮ ЭНЕРГИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

### ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ЦЕНЫ НА ТОПЛИВО, РУБ./Т



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ТГК-1: ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ**

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистые продажи	88 889	10 2280	104 611	108 671	111 564	117 839
Валовая прибыль	10 824	9 513	9 161	5 900	4 932	5 659
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	-	-	-	-	-	-
Прочие операционные расходы	-	-	-	-	-	-
ЕВИТДА	24 382	22 626	21 039	18 160	17 549	18 611
Износ и амортизация	11 111	11 658	12 134	12 516	12 873	13 208
ЕВИТ	10 824	9 513	9 161	5 900	4 932	5 659
Чистые процентные расходы	318	621	694	613	619	627
Прибыль до налогообложения	10 235	8 889	9 049	5 915	4 981	5 710
Налог на прибыль	1 982	1 775	1 810	1 183	996	1 142
Доля меньшинства	191	508	0	0	0	0
Чистая прибыль акционерам	8 253	7 114	7 239	4 732	3 985	4 568
Балансовый отчет, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Итого оборотные активы	33 687	33 432	38 783	42 910	43 529	45 928
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	15 853	13 505	18 387	21 508	21 518	22 675
Чистые основные средства	142 965	147 198	149 631	151 682	153 376	154 735
Итого активы	190 787	194 813	202 598	208 775	211 088	214 846
Итого текущие обязательства	25 246	20 494	21 040	22 485	23 179	24 361
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	7 747	4 960	5 073	5 270	5 410	5 715
Долгосрочная задолженность	9 500	12 347	12 347	12 347	12 347	12 347
Итого собственный капитал	138 958	145 183	152 422	157 154	158 773	161 349
Доля меньшинства	10 698	13 150	13 150	13 150	13 150	13 150
Итого обязательства и собственный капитал	190 787	194 813	202 598	208 775	211 088	214 846
Чистый долг	1 394	3 802	-967	-3 891	-3 761	-4 614
Корректировки стоимости компании						
Отчет о движении денежных средств, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Средства от основной деятельности	24 472	23 202	21 295	18 416	17 805	18 867
Непредвиденные доходы (расходы)	0	0	0	0	0	0
Изменение в оборотном капитале	-884	-1 071	-37	243	-55	-364
Чистый операционный денежный поток	21 293	17 872	18 754	16 863	16 135	16 734
Капзатраты	-13 922	-17 067	-14 567	-14 567	-14 567	-14 567
Свободный денежный поток	7371	805	4 187	2 296	1 568	2 167
Чистый денежный поток от инвестиций	-18 469	-12 603	-13 986	-13 939	-13 899	-13 889
Дивиденды выплаченные	-3 995	-4 126	0	0	-2 366	-1 992
Изменение в долге	0	-8	113	197	140	304
Чистый денежный поток от финансовых операций	-2 671	-3 660	5 113	197	-2 226	-1 688

*Источники: данные компании, ИБ Синара*

## Аналитический департамент

[Sinara\\_Research@sinara-finance.ru](mailto:Sinara_Research@sinara-finance.ru)

## Директор департамента

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

### Макроэкономика

Сергей Коныгин

[KonyginSS@sinara-finance.ru](mailto:KonyginSS@sinara-finance.ru)

### Рынок облигаций

Александр Афонин

[AfoninAK@sinara-finance.ru](mailto:AfoninAK@sinara-finance.ru)

### Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

### Российский рынок акций

#### Нефть и газ

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Кирилл Бахтин

[BakhtinKV@sinara-finance.ru](mailto:BakhtinKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

#### Металлургия

Дмитрий Смолин

[SmolinDV@sinara-finance.ru](mailto:SmolinDV@sinara-finance.ru)

#### Стратегия

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

[NaidenovaOA@sinara-finance.ru](mailto:NaidenovaOA@sinara-finance.ru)

### Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

### Группа выпуска

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Девелопмент

Ирина Фомкина

[FomkinaIA@sinara-finance.ru](mailto:FomkinaIA@sinara-finance.ru)

### Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

[TaitsMV@sinara-finance.ru](mailto:TaitsMV@sinara-finance.ru)

Станислав Захаров

[ZakharovSV@sinara-finance.ru](mailto:ZakharovSV@sinara-finance.ru)

Инна Драч

[DrachIG@sinara-finance.ru](mailto:DrachIG@sinara-finance.ru)

Трой МакГраф

[McGrathTD@sinara-finance.ru](mailto:McGrathTD@sinara-finance.ru)

Себастьян Барендт

[BarendtSF@sinara-finance.ru](mailto:BarendtSF@sinara-finance.ru)

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т.ч., посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т.ч., копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены в контексте ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ней событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложением сделать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг. Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указать ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний (список актуален на дату составления материала): АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусника», Строительство и девелопмент», АО «Бизнес-Недвижимость», АО «ЧТПЗ», EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Roubini Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Маяк», ПАО «ММК», ПАО «Мечель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petrobrás P.S., АО «ГК «Пioneer», PolyMetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НПК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО «Сбербанк», ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», RLCC Yandex N.V, ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО «Новотранс», АО «ПКБ», ГК «Промомед», ПАО «Промомед/ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славник ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Селигдар», ПАО «Сежега Групп», ПАО «Группа Черкизово», АО «Синара - Транспортные Машины», ООО ВИС-ФИНАНС.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предположения для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продавать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующее обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами,  
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006, Выдана ФСФР России без ограничения срока действия,  
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006, Выдана ФСФР России без ограничения срока действия,  
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г., Выдана Банком России без ограничения срока действия,  
Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.