

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

ГДЕ РОСТ — ТАМ ОТРИЦАТЕЛЬНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Декабрьское повышение тарифов благоприятно скажется на генерирующих предприятиях в 2023 г., при этом ожидаем наилучшего роста операционного денежного потока у РусГидро и Россетей. Тем не менее масштабные инвестиционные программы ограничивают их FCF в этом году. Кроме того, учитывая хорошую динамику котировок в последнее время и увеличение безрисковой ставки в наших моделях, мы понижаем рейтинги: Россетей — с «Держать» до «Продавать», РусГидро — с «Покупать» до «Держать». Мы ожидаем высокого денежного потока от Мосэнерго, Юнипро и Интер РАО (и наш рейтинг по их акциям по-прежнему «Покупать»), считая, что оптимальное соотношение риска и потенциала роста — у последней благодаря росту дивидендов в 2023 г. и возможности выгодных сделок M&A. Остаемся нейтрально настроенными в отношении ОГК-2: дивдоходность по ее акциям высока, но, вероятно, не сохранится в долгосрочной перспективе.

Катализаторы роста: дальнейшая консолидация в сетевом комплексе; M&A; повышение цен и тарифов на электроэнергию; возобновление раскрытия финансовой отчетности.

Риски: снижение потребления электроэнергии; низкая прозрачность; масштабные инвестпрограммы; инвестиции в рискованные проекты; неблагоприятные изменения в регулировании.

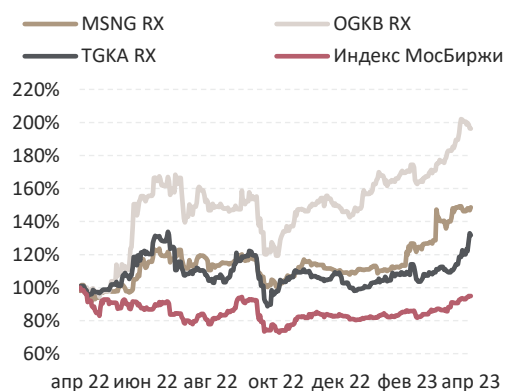
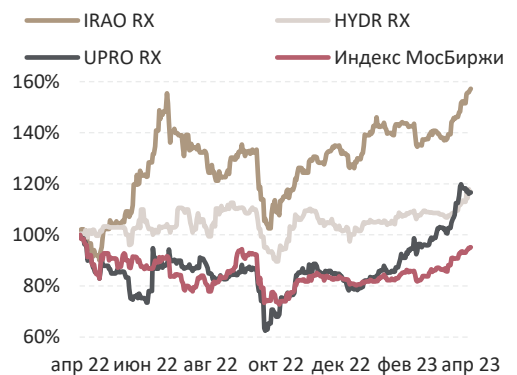
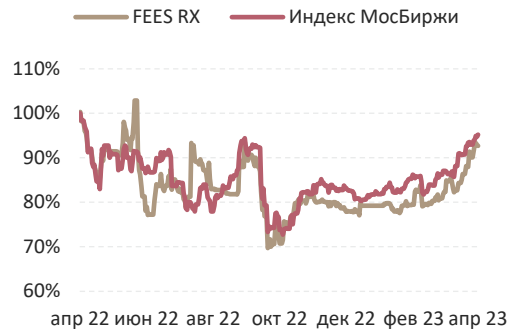
Нет оснований для значительного роста потребления в 2023 г. По данным Минэнерго, потребление электроэнергии в РФ с начала года выросло всего на 0,6%, и в 2023 г. мы ожидаем его на том же уровне, поскольку, по нашим прогнозам, ВВП прибавит лишь 0,5%, а в среднем за последнее десятилетие потребление электроэнергии росло примерно на 0,3% на каждый 1% роста ВВП.

Вместе с тем ценовая конъюнктура должна быть сильной. Ценообразование в энергетическом секторе должно выиграть от индексации цен на газ и пересмотра тарифов для генерирующих и распределительных компаний; правительство санкционировало увеличение тарифов последних на 9% с декабря 2022 г. Регулируемые цены на электроэнергию для населения также выросли с декабря на 9% г/г. В то же время оптовые цены на газ прибавили 8,5% г/г — это основной фактор роста свободных цен на электроэнергию в первой ценовой зоне.

РусГидро и Россети могут увеличить операционный денежный поток, но капзатраты все еще высоки. Мы ожидаем, что в 2023 г. рост EBITDA у РусГидро и Россетей составит 40% и 10% г/г, однако масштабные программы капиталовложений, вероятно, приведут к отрицательному FCF. Дивидендная политика компаний под контролем государства предусматривает выплату 50% скорректированной чистой прибыли, но Россети могут стать исключением, с учетом дефицита в 200 млрд руб. в связи с инвестпрограммами по расширению инфраструктуры БАМа и Транссиба. По нашим прогнозам, в 2023 г. свободный денежный поток РусГидро останется отрицательным, но мы ожидаем положительного показателя в среднесрочной перспективе; дивдоходность компании вырастет с 6% в 2022 г. до 9% в 2023 г.

Рост цен на электроэнергию оказывает умеренное влияние на тепловые генерирующие компании, но их FCF остается положительным. Рост цен на электроэнергию поддержит выручку тепловой генерации, но увеличение стоимости топлива — фактор, ограничивающий рост маржи. Кроме того, истечение срока действия ДПМ негативно скажется на финансовых показателях некоторых тепловых генерирующих компаний, FCF которых в наших прогнозах пока остается положительным. Мы видим наилучшее соотношение риска и потенциала роста в Интер РАО, с 7,4%-ной дивдоходностью по акциям и возможностью приобрести активы, которые сейчас принадлежат Fortum и Uniper.

ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИЙ КОМПАНИЙ ПРОТИВ ИНДЕКСА

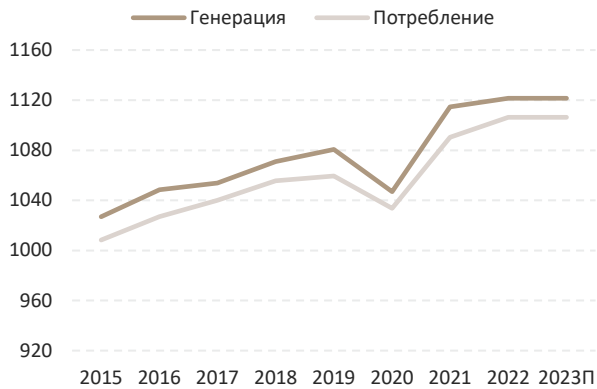


Источник: ИБ Синара

Матвей Тайц
Старший аналитик

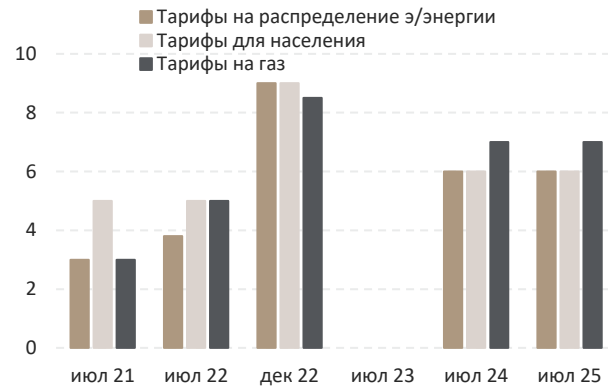
Георгий Горбунов
Аналитик

СЛАБАЯ ДИНАМИКА ВВП НЕ ПОДТОЛКНЕТ ВВЕРХ ПОТРЕБЛЕНИЕ Э/ЭНЕРГИИ, МЛН МВТ*Ч



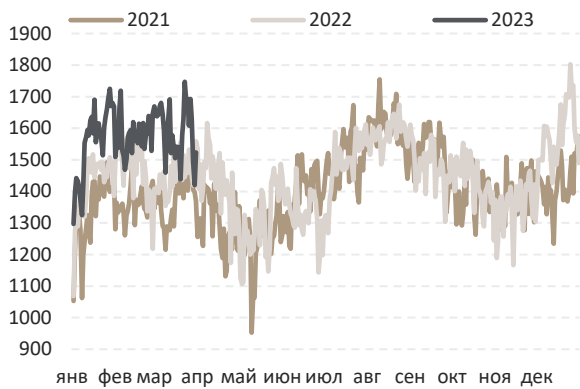
Источники: Системный оператор, ИБ Синара

В 2023 Г. СЕКТОР ПОДДЕРЖАТ ПОВЫШЕННЫЕ ТАРИФЫ (НОВЫЕ ТАРИФЫ ПРИМЕНЯЮТСЯ С ДЕКАБРЯ 2022 Г.), %



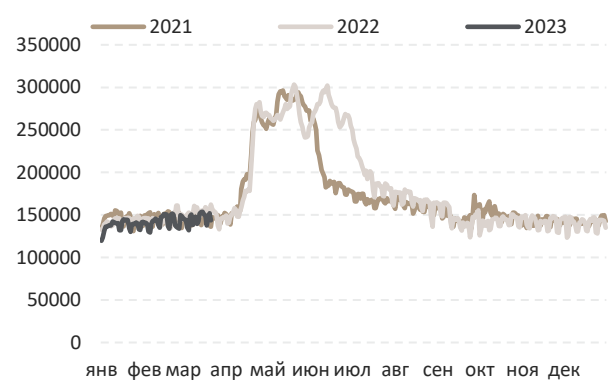
Источники: Минэкономразвития, ИБ Синара

СВОБОДНЫЕ ЦЕНЫ В ЕВРОПЕЙСКОЙ ЧАСТИ РФ И НА УРАЛЕ РАСТУТ БЛАГОДАРЯ ПОВЫШЕНИЮ ЦЕН НА ГАЗ, РУБ./МВТ*Ч



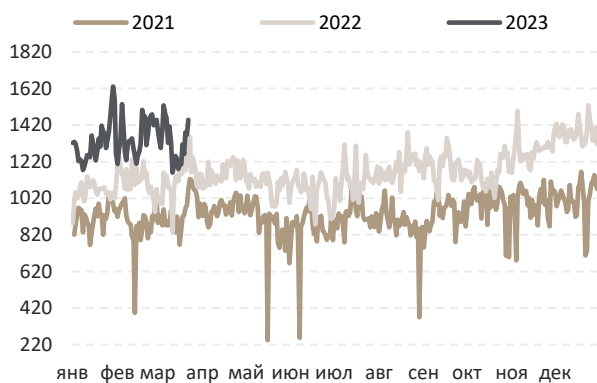
Источники: АТС, ИБ Синара

ПРИ ЭТОМ ГЕНЕРАЦИЯ ЭНЕРГИИ НА ГЭС В ПЕРВОЙ ЦЕНОВОЙ ЗОНЕ ОСТАЕТСЯ СТАБИЛЬНОЙ, МВТ*Ч



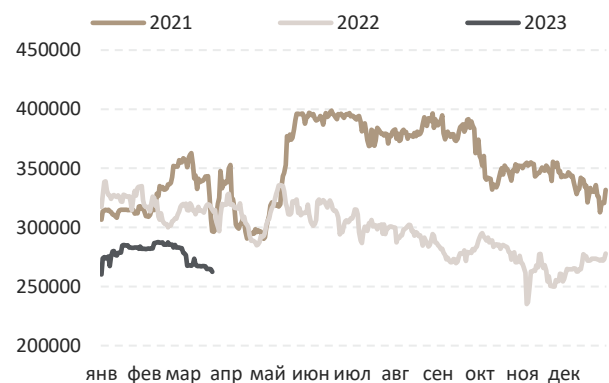
Источники: АТС, ИБ Синара

ЦЕНА НА Э/ЭНЕРГИЮ В СИБИРИ ПО-ПРЕЖНЕМУ ВЫСОКАЯ, РУБ./МВТ*Ч...



Источники: АТС, ИБ Синара

...НА ФОНЕ НИЗКИХ ОБЪЕМОВ ГЕНЕРАЦИИ НА СИБИРСКИХ ГЭС, МВТ*Ч



Источники: АТС, ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЯ В ОЦЕНКЕ И ПРОГНОЗАХ

Для всех анализируемых компаний в секторе мы увеличили безрисковую ставку с 9% до 10%. Наши модели по Россетям, Юнипро и Интер РАО теперь «сдвинуты» на год вперед (ранее охватывали 2023–2027 гг., теперь — 2024–2028 гг.). Финансовая модель по Юнипро также обновлена в свете недавно опубликованной финансовой отчетности. Сводная информация об изменении целевых цен и рейтингов представлена в таблице ниже. Изменения в чувствительности целевой цены в связи с пересмотром премии за риск по инвестированию в акции и безрисковой ставки приведены в приложении.

КРАТКАЯ ИНФОРМАЦИЯ ОБ АНАЛИЗИРУЕМЫХ КОМПАНИЯХ СЕКТОРА

Компания	Тикер	Последняя цена, руб.	Новая целевая цена, руб.	Прежняя целевая цена, руб.	Изменение целевой цены	Рейтинг		Потенциал роста	Дивиденд/акцию (12 месяцев), руб.	Дивидендоходность (12 месяцев)
						Прежний	Новый			
Интер РАО	IRAO	3,83	4,6	5,0	-8%	Покупать	Покупать	20%	0,28	7,4%
РусГидро	HYDR	0,85	0,82	0,90	-10%	Покупать	Держать	-5%	0,05	6,0%
Юнипро	UPRO	1,9	2,84	2,63	8%	Покупать	Покупать	49%	0	0%
Мосэнерго	MSNG	2,31	2,64	2,69	-2%	Покупать	Покупать	14%	0,20	8,7%
ОГК-2	OGKB	0,69	0,60	0,63	-5%	Держать	Держать	-12%	0,10	15,0%
ТГК-1	TGKA	0,0097	0,0071	0,0075	-6%	Продавать	Продавать	-27%	0	0%
Россети	FEES	0,101	0,084	0,088	-4%	Держать	Продавать	-17%	0	0%

Источник: ИБ Синара

РОСТ ЦЕН В ОБЕИХ ЦЕНОВЫХ ЗОНАХ

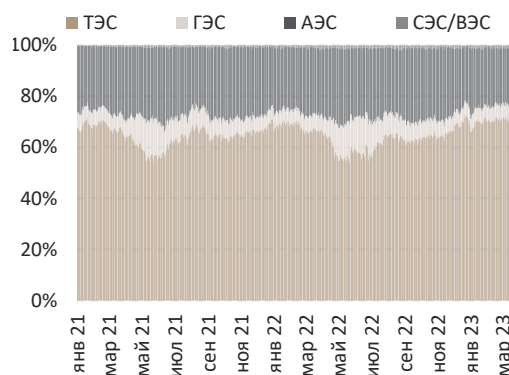
Цены на э/энергию растут, но генерация на прежнем уровне. В первой ценовой зоне (европейской части России и на Урале) в 1К23 они выросли на 9% г/г до 1578 руб./МВт*ч в ответ на повышение тарифов на газ в декабре 2022 г. Объемы выработки в данной зоне в 1К23 снизились на 0,9% г/г до 227,1 млн МВт*ч, а потребление — на 0,9% г/г до 220 млн МВт*ч. Во второй ценовой зоне (Сибири) цены на э/энергию в 1К23 выросли на 22% г/г до 1345 руб./МВт*ч, а объемы выработки незначительно снизились — на 0,1% г/г до 59,4 млн МВт*ч. Высокие цены в Сибири обусловлены снижением выработки ГЭС в 1К23 — на 13,2% г/г до 24,9 млн МВт*ч.

КЛЮЧЕВЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ СОБЫТИЯ

Интер РАО предложила выплатить дивиденды. Совет директоров Интер РАО предложил выплатить дивиденды за 2022 г. в размере 30 млрд руб. (дивиденд на акцию — 0,284 руб.), что на 20% больше, чем в предыдущем году. ГОСА должно утвердить выплату 19 мая. Реестр акционеров, имеющих право на выплату дивидендов, будет составлен 30 мая. Интер РАО владеет 29% собственных акций, поэтому эффективная выплата составляет 8,8 млрд руб. Компания не отчитывается по МСФО с 3К21. Мы ожидали, что Интер РАО столкнется с 19%-ным снижением чистой прибыли в результате прекращения экспорта электроэнергии в ЕС в мае 2022 г. Однако объявленные дивиденды говорят о 20%-м росте прибыли при условии сохранения 25%-ного коэффициента выплат. Без опубликованных финансовых показателей мы не видим полной картины роста чистой прибыли в 2022 г. и оставляем наши прогнозы неизменными.

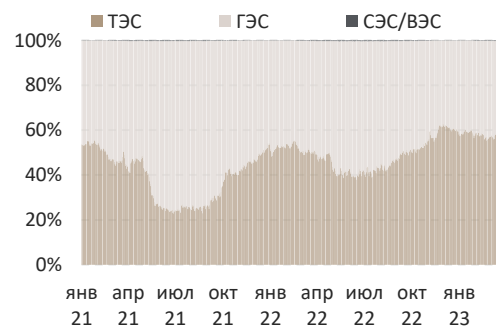
На Дальнем Востоке выросли тарифы РусГидро на угольную генерацию. Финансовые показатели компании должны улучшиться на фоне повышения тарифов для дальневосточных угольных электростанций. Тарифы в регионе не компенсировали резкого роста цен на уголь в 2021–2022 гг., и с 1 января тарифы ТЭС для потребителей, за исключением населения, должны прибавить 50%. Мы считаем этот шаг положительным фактором для РусГидро и именно поэтому в нашей публикации [«Позитивный фактор повышения тарифов в ДВФО»](#) от 21 марта повысили финансовые прогнозы и рейтинг акций компании до «Покупать», несмотря на ее слабые (ниже наших ожиданий) результаты за 4К22 по МСФО в связи с ростом цен на топливо и низкими объемами генерации в Сибири. Однако на фоне роста цены акций и повышения безрисковой ставки в наших моделях мы вернули акциям РусГидро рейтинг «Держать».

ГЕНЕРАЦИЯ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ В ПЕРВОЙ ЦЕНОВОЙ ЗОНЕ



Источники: АТС, ИБ Синара

ГЕНЕРАЦИЯ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ ВО ВТОРОЙ ЦЕНОВОЙ ЗОНЕ



Источники: АТС, ИБ Синара

ПРИЛОЖЕНИЕ
ИНТЕР РАО
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, РУБ.

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	5,4	5,2	5,0	4,8	4,7
	9%	5,1	5,0	4,8	4,6	4,5
	10%	4,9	4,7	4,6	4,5	4,4
	11%	4,7	4,6	4,4	4,3	4,2
	12%	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1

Источник: ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, %

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	18%	13%	9%	5%	2%
	9%	12%	8%	4%	1%	-2%
	10%	7%	3%	0%	-3%	-5%
	11%	2%	-1%	-3%	-6%	-8%
	12%	-1%	-4%	-7%	-9%	-11%

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Чистые продажи	1 032	986	1 186	1 145	1 167	1 201
Валовая прибыль	98	81	132	104	92	84
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	0	1	2	3	4	5
Прочие операционные расходы	-12	-9	-7	-8	-8	-11
ЕВИТДА	134	118	166	141	131	126
Износ и амортизация	28	29	30	30	33	35
ЕВИТ	98	81	132	104	92	84
Процентные расходы	-14	-13	-14	-16	-19	-21
Прибыль до налогообложения	104	96	138	113	103	97
Налог на прибыль	22	21	28	24	22	20
Расходы на долю меньшинства	0	0	2	1	1	1
Чистая прибыль акционерам	82	75	109	88	80	76
Балансовый отчет, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Итого оборотные активы	382	451	489	532	568	607
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	260	332	329	378	410	445
Чистые основные средства	328	358	376	403	430	458
Итого активы	751	865	977	1 048	1 110	1 176
Итого текущие обязательства	128	141	156	157	159	162
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	11	16	29	29	29	29
Долгосрочная задолженность	49	79	83	83	83	83
Итого собственный капитал	551	614	708	776	835	897
Доля меньшинства	2	2	3	4	5	6
Итого обязательства и собственный капитал	751	865	977	1 048	1 110	1 176
Чистый долг	-199	-237	-218	-266	-299	-333
Корректировки стоимости компании	0	0	0	0	0	0
Отчет о движении денежных средств, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Средства от основной деятельности	135	115	168	142	133	127
Непредвиденные доходы (расходы)	0	0	0	0	0	0
Изменение в оборотном капитале	-41	13	-23	-4	-1	-1
Чистый операционный денежный поток	105	102	101	120	106	101
Капзатраты	-24	-29	-41	-60	-61	-64
Свободный денежный поток	81	73	60	61	44	37
Чистый денежный поток от инвестиций	-87	15	-119	-60	-61	-64
Дивиденды выплаченные	-14	-16	-14	-19	-21	-14
Изменение в долге	-6	0	1	0	0	0
Чистый денежный поток от финансовых операций	-76	-31	-27	-12	-12	-2

Источники: данные компании, ИБ Синара

РУСГИДРО
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, РУБ.

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	1,22	1,14	1,06	1,00	0,94
	9%	1,05	0,98	0,92	0,87	0,82
	10%	0,91	0,86	0,81	0,76	0,72
	11%	0,80	0,75	0,71	0,67	0,64
	12%	0,70	0,66	0,63	0,60	0,57

Источник: ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, %

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	51%	41%	32%	23%	16%
	9%	30%	22%	14%	8%	1%
	10%	13%	6%	0%	-6%	-11%
	11%	-1%	-7%	-12%	-17%	-21%
	12%	-13%	-18%	-22%	-26%	-30%

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Чистые продажи	363	383	406	419	485	523
Валовая прибыль	7	59	57	38	90	103
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	0	0	0	0	0	0
Прочие операционные расходы	0	0	0	0	0	0
ЕВИТДА	95	121	125	92	131	146
Износ и амортизация	26	29	31	32	36	38
ЕВИТ	7	59	57	38	90	103
Чистые процентные расходы	0	4	4	5	7	8
Прибыль до налогообложения	4	66	55	35	87	99
Налог на прибыль	7	19	13	16	18	21
Расходы на долю меньшинства	-4	0	0	-2	0	0
Чистая прибыль акционерам	1	46	42	21	68	78
Балансовый отчет, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Итого оборотные активы	1 913	2 063	1 731	1 643	1 605	1 561
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	88	100	60	37	23	8
Чистые основные средства	678	683	702	772	844	902
Итого активы	925	942	930	993	1 062	1 116
Итого текущие обязательства	127	148	154	174	187	197
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	39	76	72	82	90	96
Долгосрочная задолженность	163	130	99	140	150	150
Итого собственный капитал	566	600	620	614	659	703
Доля меньшинства	4	9	10	17	17	17
Итого обязательства и собственный капитал	925	942	930	993	1 062	1 116
Чистый долг	143	121	128	200	231	252
Отчет о движении денежных средств, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Средства от основной деятельности	97	121	122	94	135	150
Изменение в оборотном капитале	-8	-5	-9	-11	-4	-7
Чистый операционный денежный поток	76	99	99	66	112	122
Капзатраты	-75	-59	-77	-112	-107	-94
Свободный денежный поток	-14	26	8	-63	-12	11
Чистый денежный поток от инвестиций	-65	-51	-71	-108	-107	-94
Дивиденды выплаченные	-16	-16	-23	-23	-22	-34
Изменение в долге	4	-3	-35	56	18	6
Чистый денежный поток от финансовых операций	-35	-31	-26	18	-18	-43

Источники: данные компании, ИБ Синара

ЮНИПРО
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, РУБ.

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	3,7	3,4	3,2	3,1	2,9
	9%	3,4	3,2	3,0	2,9	2,7
	10%	3,2	3,0	2,8	2,7	2,6
	11%	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5
	12%	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3

Источник: ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, %

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	30%	21%	14%	8%	2%
	9%	20%	13%	6%	1%	-4%
	10%	11%	5%	0%	-5%	-9%
	11%	4%	-1%	-6%	-10%	-13%
	12%	-2%	-6%	-10%	-14%	-17%

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Чистые продажи	80	75	88	106	110	110
Валовая прибыль	22	17	10	25	34	34
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	0	0	0	0	0	0
Прочие операционные расходы	-0,4	-0,2	-0,2	-1,1	-1,1	-1,1
ЕВИТДА	30	26	30	42	42	42
Износ и амортизация	6	6	8	8	7	8
ЕВИТ	23	17	10	25	38	40
Процентные расходы	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	0,0
Прибыль до налогообложения	23	17	10	25	38	40
Налог на прибыль	-4	-3	-2	-5	-8	-8
Расходы на долю меньшинства	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль акционерам	19	14	8	20	31	32
Балансовый отчет, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Итого оборотные активы	14	12	13	41	72	76
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	3	3	0	27	57	62
Чистые основные средства	121	122	112	102	102	110
Итого активы	137	135	127	146	178	189
Итого текущие обязательства	10	9	12	10	11	11
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	3	0	0	0	0	0
Долгосрочная задолженность	1	1	0	0	0	0
Итого собственный капитал	121	121	109	130	160	172
Доля меньшинства	0	1	2	3	4	5
Итого обязательства и собственный капитал	137	135	127	146	178	189
Чистый долг	0	-2	0	-27	-57	-62
Корректировки стоимости компании	0	0	0	0	0	0
Отчет о движении денежных средств, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Средства от основной деятельности	30	26	31	42	46	47
Непредвиденные доходы (расходы)	0	0	0	0	0	0
Изменение в оборотном капитале	-2	0	-1	-1	0	0
Чистый операционный денежный поток	23	22	28	35	38	39
Капзатраты	-14	-10	-11	-8	-7	-15
Свободный денежный поток	9	12	16	27	30	24
Чистый денежный поток от инвестиций	-13	-9	-10	-4	-7	-15
Дивиденды выплаченные	-14	-14	-20	0	0	-20
Изменение в долге	3	7	3	-3	0	0
Чистый денежный поток от финансовых операций	-12	-16	-17	-3	0	-20

Источники: данные компании, ИБ Синара

МОСЭНЕРГО
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, РУБ.

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7
	9%	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6
	10%	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5
	11%	2,7	2,6	2,5	2,4	2,4
	12%	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3

Источник: ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, %

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	23%	17%	12%	8%	3%
	9%	15%	10%	6%	2%	-2%
	10%	8%	4%	0%	-3%	-6%
	11%	2%	-2%	-5%	-8%	-10%
	12%	-3%	-6%	-9%	-12%	-14%

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

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
Расходы на долю 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
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, РУБ.

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	0,75	0,70	0,67	0,64	0,61
	9%	0,70	0,67	0,63	0,61	0,58
	10%	0,66	0,63	0,60	0,58	0,56
	11%	0,63	0,60	0,58	0,56	0,54
	12%	0,60	0,58	0,55	0,53	0,52

Источник: ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, %

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	24%	17%	11%	5%	1%
	9%	16%	10%	5%	0%	-4%
	10%	10%	5%	0%	-4%	-8%
	11%	4%	0%	-4%	-8%	-11%
	12%	-1%	-5%	-8%	-12%	-15%

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

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
Расходы на долю меньшинства	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль акционером	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	0
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	0
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
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, РУБ.

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	0,0092	0,0086	0,0081	0,0076	0,0072
	9%	0,0085	0,0080	0,0075	0,0071	0,0068
	10%	0,0079	0,0075	0,0071	0,0067	0,0064
	11%	0,0074	0,0070	0,0066	0,0063	0,0060
	12%	0,0069	0,0066	0,0063	0,0060	0,0057

Источник: ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, %

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	30%	22%	15%	8%	2%
	9%	20%	13%	7%	1%	-4%
	10%	12%	6%	0%	-5%	-10%
	11%	4%	-1%	-6%	-10%	-15%
	12%	-2%	-7%	-11%	-15%	-19%

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистые продажи	88 889	102 280	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
Расходы на долю 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	7 371	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

РОССЕТИ
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, РУБ.

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	0,21	0,18	0,14	0,11	0,09
	9%	0,17	0,14	0,11	0,09	0,06
	10%	0,14	0,11	0,08	0,06	0,04
	11%	0,11	0,08	0,06	0,04	0,02
	12%	0,08	0,06	0,04	0,02	0,00

Источник: ИБ Синара

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ, %

		Премия за риск инвестирования в акции				
		5%	6%	7%	8%	9%
Безрисковая ставка	8%	151%	108%	70%	36%	6%
	9%	104%	66%	33%	3%	-24%
	10%	63%	30%	0%	-27%	-51%
	11%	27%	-3%	-29%	-54%	-75%
	12%	-6%	-32%	-56%	-78%	-98%

Источник: ИБ Синара

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Чистые продажи	1 030	1 002	1 107	1 160	1 279	1 329
Валовая прибыль	151	97	184	163	184	168
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	0	0	0	0	0	0
Прочие операционные расходы	-858	-871	-937	-1 012	-1 109	-1 175
ЕВИТДА	300	288	339	325	358	361
Износ и амортизация	-129	-139	-147	-156	-170	-189
ЕВИТ	151	97	184	163	184	168
Процентные расходы	10	13	12	16	21	28
Прибыль до налогообложения	142	84	172	147	163	140
Налог на прибыль	-36	-23	-38	-33	-36	-31
Расходы на долю меньшинства	29	17	42	36	19	16
Чистая прибыль акционерам	77	44	92	79	107	92
Балансовый отчет, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Итого оборотные активы	321	281	308	285	293	321
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	79	66	73	40	29	47
Чистые основные средства	2 120	2 248	2 390	2 588	2 884	3 118
Итого активы	2 650	2 731	2 881	3 056	3 360	3 621
Итого текущие обязательства	415	417	430	448	471	486
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	98	65	59	59	59	59
Долгосрочная задолженность	465	499	503	553	713	863
Итого собственный капитал	1 190	1 216	1 299	1 378	1 681	1 767
Доля меньшинства	394	408	441	470	288	298
Итого обязательства и собственный капитал	2 650	2 731	2 881	3 056	3 360	3 621
Чистый долг	483	498	489	572	742	874
Корректировки стоимости компании	0	0	0	0	0	0
Отчет о движении денежных средств, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Средства от основной деятельности	361	307	347	325	359	363
Непредвиденные доходы (расходы)	0	0	0	0	0	0
Изменение в оборотном капитале	-36	-9	21	9	6	7
Чистый операционный денежный поток	256	235	303	262	281	279
Капзатраты	-232	-236	-279	-341	-449	-401
Свободный денежный поток	25	0	24	-79	-167	-122
Чистый денежный поток от инвестиций	-201	-209	-273	-338	-446	-398
Дивиденды выплаченные	-5	-18	-5	0	0	-7
Изменение в долге	-6	2	-3	50	160	150
Чистый денежный поток от финансовых операций	-60	-40	-23	43	154	137

Источники: данные компании, ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@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 с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ней событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. 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 offer, предложением делать offer. 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 указание 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 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 возникать 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 Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petrolavovsk PLC, АО «ГК «Пионер», Polymetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «МТК», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V, ООО «АРЕНА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», АО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед»/ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Селега Групп», ПАО «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 следующую возможную оплошность прогнозной цены ценной бумаги 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 следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный риск Банка 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 РФ № 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.