

ПАО «ТГК-14»

ПЛОЩАДКА РАЗМЕЩЕНИЯ

**МОСКОВСКАЯ
БИРЖА**

ИНСТРУМЕНТ

SPO

ЦЕНОВОЙ ДИАПАЗОН

0.012–0.014
руб. за акцию

ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ

11,5-14,7%
в 2025-2027 гг.

Кредитный рейтинг АКРА

BBB+

ПАО «ТГК-14»

ПАО «ТГК-14» – региональная компания, осуществляющая производство электрической и тепловой энергии в Республике Бурятия и Забайкальском крае, созданная на базе генерирующих активов ОАО Читаэнерго и ОАО Бурятэнерго в рамках реформы ПАО ЕЭС России. Главными факторами привлекательности компании являются высокая дивидендная доходность и потенциал роста продаж электроэнергии в регионе из-за сформировавшегося дефицита при высоких отраслевых барьерах для входа

- Эмитент относится к контрциклическому сектору коммунальных услуг, но имеет значительный потенциал роста за счет расширения спроса на электроэнергию на глобальном и локальном уровнях
- Кредитное качество компании, подтверждено оценками АКРА (BBB+(RU)), Эксперт РА (ruBBB+), НКР (A-.ru)
- Высокий уровень прозрачности финансово-операционных показателей для широкого круга инвесторов в связи с публичным статусом практически всех игроков на рынке генерации

Ключевые предпосылки прогноза

- Методология оценки основана на стоимости компании as is и NPV новых проектов равной 0 – при этом необходимо отметить потенциал дальнейшего раскрытия акционерной стоимости компании по мере достижения эмитентом ключевых этапов в реализации инвестиционных проектов по программе КОМНГО;
- Ключевым драйвером стоимости мы считаем общий рост спроса на электроэнергию как на мировом, так и на страновом и региональном уровнях не менее 1.5% ежегодно, а также выравнивание потребления электроэнергии в регионе присутствия до среднероссийского показателя;
- Основное инвестиционное направление – проекты в рамках программы КОМНГО по строительству двух энергоблоков на базе Улан-Удэнской ТЭЦ-2 мощностью 65 МВт и 90 МВт с вводом в декабре 2028 года и июле 2029 года соответственно. Проекты будут частично профинансированы за счет привлечения финансирования от государства и государственных институтов по льготным ставкам;
- Отсутствие новых игроков в регионе в прогнозном периоде из-за высокого барьера по капитальным затратам. Доля рынка эмитента в течение прогнозного периода не будет изменяться как минимум до 2028 года;
- Повышенная стоимость акционерного капитала, преобладание системных рисков над специфическими.

Риски

- Значительные потребности в капитале для финансирования инвестиционной программы сдвигают получение инвестором основного эффекта от инвестиций «вправо» после 2028 года;
- Высокая изношенность теплосети может приводить к непредвиденным расходам на обновление инфраструктуры и снижать возможности для выплаты дивидендов и/или реализации новых инвестиционных проектов;
- Макроэкономические риски: в настоящий момент эмитент имеет привлекательную стоимость обслуживания долга за счет привлечения облигационного займа в 2023 году по фиксированной ставке. Тем не менее при сохранении текущей высокоинфляционной среды есть риски рефинансирования этих займов, а также привлечения нового долга для финансирования инвестпрограммы на менее выгодных условиях.

- Рост экономики сильно связан с ростом потребления электроэнергии
- Россия относится к развивающимся странам, что подразумевает относительно высокие долгосрочные темпы роста экономики
- Это неизбежно приведет к росту энергопотребления

Макроэкономические факторы: Мир

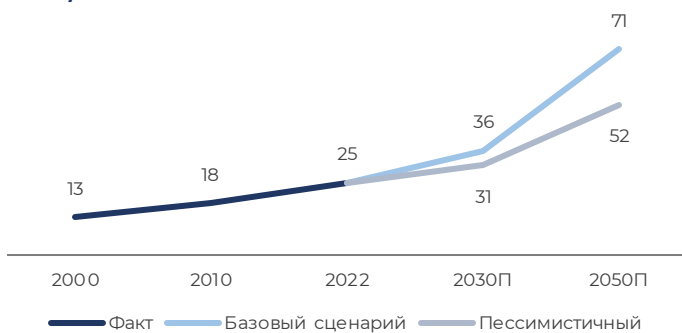
Факторы, влияющие на ожидаемый рост спроса на электроэнергию можно разделить на абсолютные и относительные:

1. Повышение абсолютного уровня потребления электроэнергии. Согласно прогнозу Международного Энергетического Агентства ожидается ускорение роста спроса на электроэнергию во всем мире за счет перехода на электромобили, урбанизации, внедрения искусственного интеллекта и т.д.

2. Выравнивание относительного уровня.

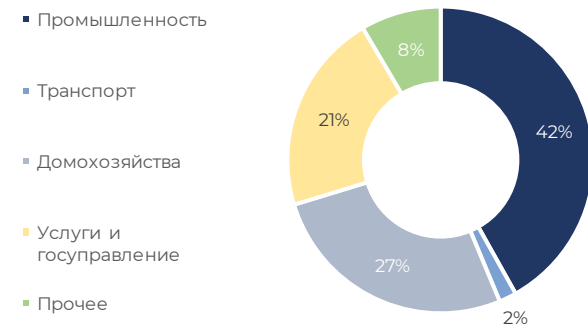
Ускорение потребления электроэнергии в развивающихся странах. Существует устойчивая связь между уровнем благосостояния стран и потреблением электроэнергии – на сегодня нет государств, достигших высоких показателей ВВП на душу населения при низком уровне потребления электроэнергии (см. график 3).

График 1. Глобальное потребление электроэнергии, ТВт/ч



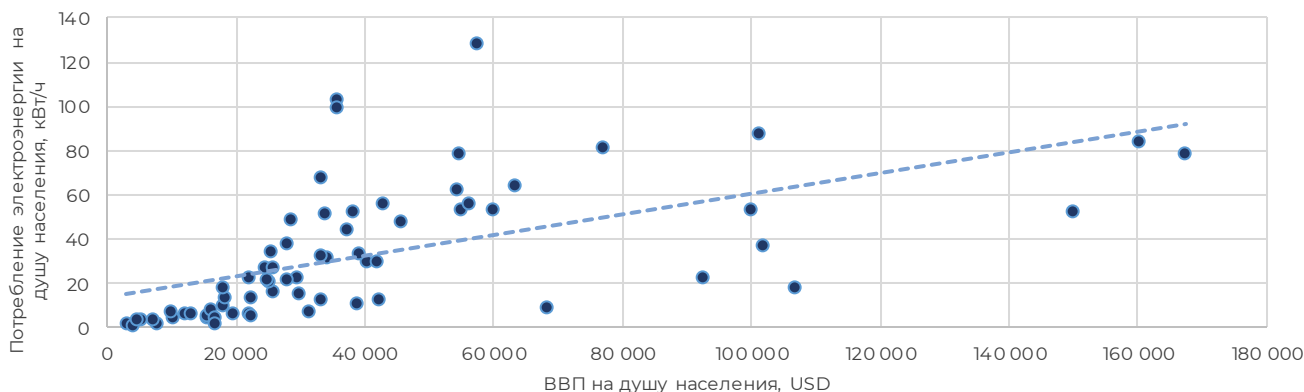
Источник: Statista

График 2. Структура спроса на электроэнергию



Источник: МЭА

График 3. Чем выше благосостояние страны, тем выше ее потребление электроэнергии



Источник: Всемирный Банк

Основным потребителем электроэнергии в мире является промышленность. Структура спроса (график 2) сохранится и в ближайшие годы, за исключением повышения доли транспортных средств в потреблении в связи с развитием электромобилей.

При этом в России уже высокое потребление со стороны промышленного сектора, где по-прежнему сохраняются высокие возможности для роста, но еще есть потенциал роста со стороны домохозяйств.

Макроэкономические факторы: Россия

- Российский рынок электрической энергии исторически растет вместе с экономикой и стабилен в периоды экономического спада
- Низкое среднелетнее потребление электрической энергии является одним из факторов роста отрасли в долгосрочном периоде
- С учетом перспектив роста экономики России, рынок сочетает защитный профиль с перспективой роста объемов потребления

1 122 ОБЪЕМ РЫНКА В 2023 ГОДУ
млрд кВтч

1 134 ОБЪЕМ ВЫПУСКА В 2023 ГОДУ
млрд кВтч

1.0% РОСТ РЫНКА В 2015-23 ГГ.
в год

Рынок электрической энергии

Потребление электрической энергии России характеризуется относительно стабильной структурой – ключевыми потребителями являются промышленность (~50%), население (~16%) и транспорт (~10%) – и демонстрирует устойчивую положительную динамику на уровне 1-2% в год, включая периоды экономического спада (2022 год), что позволяет отнести энергетику к числу защитных секторов.

В то же время рост спроса домохозяйств на электроэнергию в последние годы опережал динамику потребления со стороны коммерческого сектора. За последние 10 лет потребление электроэнергии домохозяйствами росло в среднем на 2,9% ежегодно против 0,9% в коммерческом секторе.

В то же время низкое среднелетнее потребление электроэнергии – на уровне 1,2 тыс. кВтч в год – все еще уступает показателям развитых стран и, таким образом, остается фактором роста отрасли в долгосрочном периоде.

Динамику отрасли определяют в основном энергоемкими предприятиями обрабатывающей промышленности (металлургия, нефтехимия и т.п.). Это связано с тем, что динамика потребления электроэнергии совпадает со структурой экономики.

В России продажа энергии и мощности традиционно реализуется преимущественно на оптовом рынке электроэнергии. В настоящее время он поделен по географическому принципу:

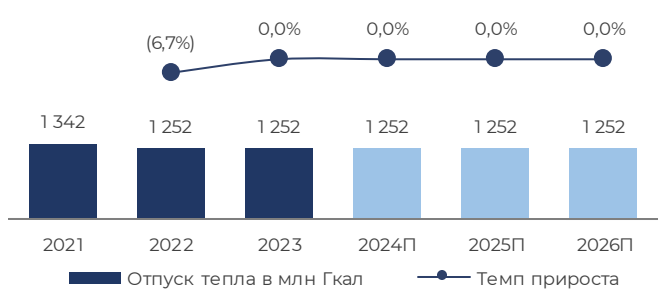
- две ценовые зоны со свободной конкуренцией;
- технологически изолированные неценовые зоны.

График 4. Потребление электроэнергии в России



Источник: СО ЕЭС

График 5. Отпуск теплоты в России



Источник: Министерство Энергетики РФ, анализ ИФК Солид

- Российский рынок тепловой энергии насыщен и стабилен в объемах
- С учетом регулируемого характера отрасли, профиль рынка имеет защитный характер

Рынок тепловой энергии

В последние 10 лет рынок тепловой энергии в России стабилизировался на уровне потребления 1,2 млрд Гкал в год, где около половины потребления приходится на промышленность, а другой половины – на население и бюджетные организации. Отраслевая структура потребления также достаточно стабильна и в основном (~на 90%) представлена отраслями промышленного производства. Реализация тепловой энергии является полностью регулируемым видом деятельности в России.

Макроэкономические факторы: Регион

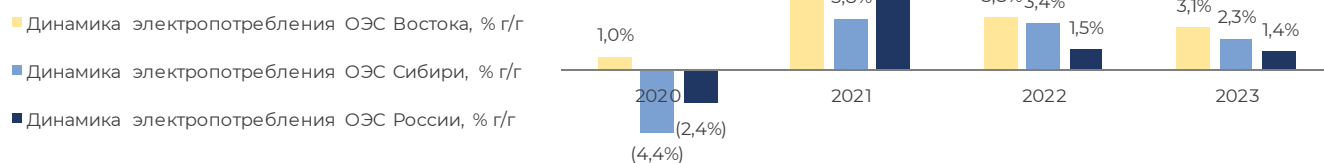
Дальневосточный федеральный округ (ДФО) — крупнейший по территории макрорегион России, охватывающий более трети страны, но самый малонаселённый, с населением около 8 миллионов человек (5,4% населения России). В отличие от европейской части страны, в ДФО нет единой энергосистемы. Основная часть региона входит в Объединенную энергетическую систему (ОЭС) Востока, функционирующую изолированно и с регулируемыми ценами на электроэнергию. Лишь Республика Бурятия и Забайкальский край входят в ОЭС Сибири, которая относится ко второй ценовой зоне оптового рынка электроэнергии. При этом целесообразно рассматривать эти регионы в рамках ДФО, в силу экономической общности и реализации государственных программ и стратегических инициатив по развитию Дальнего востока.

Перспективы развития

В рамках Национальной программы социально-экономического развития Дальнего Востока до 2035 года реализуются значительные добывающие и инфраструктурные проекты. Рост инвестиций в основной капитал заметен: в 2023 году регион значительно превысил среднероссийские показатели по росту инвестиций (+20%), строительства (+19%) и ввода жилья (+26%), с уже вложенными 4,3 трлн рублей и планируемыми инвестициями в 9,6 трлн рублей. В настоящее время ведётся 97 крупных инвестиционных проектов на сумму 7,6 трлн рублей.

Рост экономической активности в регионе приводит к повышенному потреблению электроэнергии, превышающему среднероссийские показатели. С 2020 по 2022 год в ОЭС Востока потребление выросло на 10%, в то время как в остальной России — на 4%. В 2023 году увеличение составило 3,3% по сравнению с 1,4% в целом по стране. Главными драйверами роста стали предприятия газо- и нефтепереработки, химической промышленности, металлургии и нефтепроводы.

График 6. Динамика электропотребления ОЭС



Источник: Системный оператор ЕЭС

К тому же, с начала газификации после запуска газопровода «Сила Сибири» в 2019 году, в регионе наблюдается рост промышленных объектов и инфраструктуры, увеличивающий спрос на жилье. Проект «Дальневосточный гектар» привлекает население и стимулирует сельское хозяйство. Подключение новых потребителей и производств способствует развитию малого и среднего бизнеса, формируя благоприятный предпринимательский климат.

Энергодефицит

Основным вызовом для энергетики региона является энергодефицит. По программе Минэнерго России по развитию электроэнергетических систем на 2024–2029 годы, к 2029 году предполагается дефицит в ОЭС Востока на уровне 1,348 ГВт, который может достигнуть 1,935 ГВт при опережающем развитии. В Забайкальском крае, Республике Бурятия и Иркутске, части ОЭС Сибири, дефицит ожидается на уровне 1,225 ГВт в ближайшие годы. 4

9,6 ПЛАНИРУЕМЫЕ
трлн руб. ИНВЕСТИЦИИ В
ДФО

1,348 ЭНЕРГОДЕФИЦИТ
ГВт В ДФО

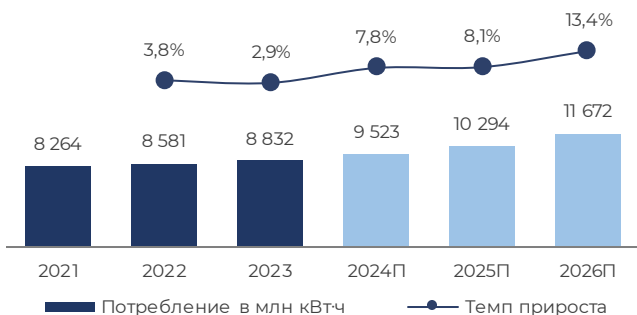
Макроэкономические факторы: Регион

ТГК-14 осуществляет свою деятельность в двух регионах России: Забайкальский край (59% выручки) и Республика Бурятия (41%).

Менеджмент ожидает, что спрос на тепловую энергию будет медленно расти в обоих регионах на 0.1-0.2% ежегодно.

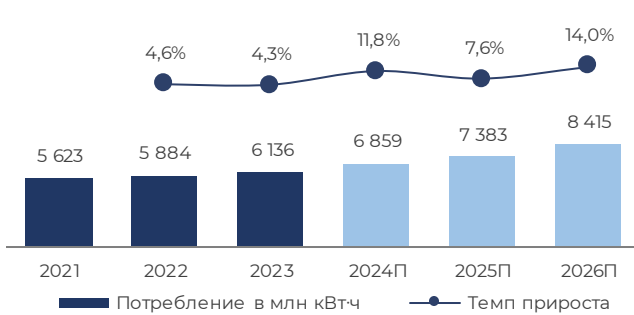
При этом спрос на электроэнергию будет расти опережающими темпами за счет развития промышленности в регионе.

График 7. Спрос на э/э, Забайкальский край



Источник: данные Менеджмента

График 8. Спрос на э/э, Республика Бурятия



Источник: данные Менеджмента

480
млрд руб. **ВРП**

182
млрд руб. **ИНВЕСТИЦИИ В
ОСНОВНОЙ
КАПИТАЛ**

2.1
млн USD **ВНЕШНЕ-
ОРГОВЫЙ
ОБОРОТ**

478
млрд руб. **ВРП**

165
млрд руб. **ИНВЕСТИЦИИ В
ОСНОВНОЙ
КАПИТАЛ**

1.5
млн USD **ВНЕШНЕ-
ОРГОВЫЙ
ОБОРОТ**

Факторы роста: Забайкальский край

В Забайкальском крае проживает порядка 0.9-1 млн человек, что составляет менее 1% всего населения России. При этом регион обладает высоким промышленным потенциалом за счет обширных запасов полезных ископаемых и географической близостью к возможным рынкам сбыта в Азии:

- Высокий природно-сырьевой потенциал – более 100 видов стратегически важных полезных ископаемых. 344 месторождения полезных ископаемых, 1.6 млн куб. м неосвоенных лесов, 6 тыс. га земель сельского хозяйства;
- Регион граничит с Китаем и Монголией. По территории региона проходят - 21 000 км а/м дорог (БАМ) и 2 300 км ж/д путей (ТРАНССИБ);
- Преференциальные режимы: ТОР «Забайкалье», ТОР «Краснокаменск». Региональные и федеральные меры поддержки.

Факторы роста: Республика Бурятия

Численность населения Бурятии сопоставима с Забайкальским краем – примерно 1 млн человек. Регион является одним из лидеров по темпам роста промышленного производства, однако это в большей степени связано с эффектом низкой базы. Рост инвестиций в основной капитал в 2023 году составил 23.5% или 165 млрд руб. из них 90% пришли из внебюджетных источников.

- Бурятия обладает существенным ресурсным потенциалом с более чем 700 месторождений полезных ископаемых.
- Бурятия расположена в южной части Восточной Сибири, восточнее озера Байкал (60% береговой линии).

При наличии достаточных инвестиций оба региона имеют потенциал превзойти прогнозы менеджмента по энергопотреблению

Основные показатели

7 ЭЛЕКТРОСТАНЦИЙ

45 КОТЕЛЬНЫХ

964 ТЕПЛОВЫХ СЕТЕЙ
км

3.1 ВЫРАБОТКА
ЭЛЕКТРОСТАНЦИЙ
млрд кВтч

2.7 ОТПУСК
ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ
млрд кВтч

5.5 ПОЛЕЗНЫЙ ОТПУСК
ТЕПЛА
млн Гкал

Факторы привлекательности



Растущий спрос на электроэнергию



Основной доход компании на нерегулируемом конкурентном рынке
-> больше пространства для роста цен



Новая команда менеджеров с большим опытом в управлении энергетическими активами

О Компании

Компания создана в 2004 г. на базе генерирующих активов ОАО «Читаэнерго» и ОАО «Бурятэнерго» в ходе реформы РАО «ЕЭС России».

В операционном управлении компании находится 7 электростанций, 45 котельных и тепловые сети протяженностью 964 км в двухтрубном исчислении. Установленная тепловая мощность Компании составляет 3 065 Гкал/ч, установленная электрическая мощность – 650 МВт.

В качестве основного топлива используется уголь, на который приходится около 99,7 % используемого топлива. Годовой расход угля – 3 600 тыс. тонн, крупнейший поставщик – АО «СУЭК».

Доля ПАО «ТГК-14» в совокупном объеме полезного отпуска тепловой энергии составляет 26% в Забайкальском крае и 31% в Республике Бурятия (данные за 2023 год). Компания имеет монопольную позицию по теплоснабжению: Чита и Улан-Удэ (ключевые рынки) и также посёлков Шерловая Гора, Приаргунск, Каменск ~100%.

Доля производства электроэнергии ПАО «ТГК-14» в совокупном объеме выработки электроэнергии в регионе в Забайкальском крае составляет ~30%, в Республике Бурятия ~12% (данные за 2023 год).

Компания владеет сбытовыми филиалами в теплоэнергетике, тогда как электроэнергию поставляет преимущественно на оптовый рынок.

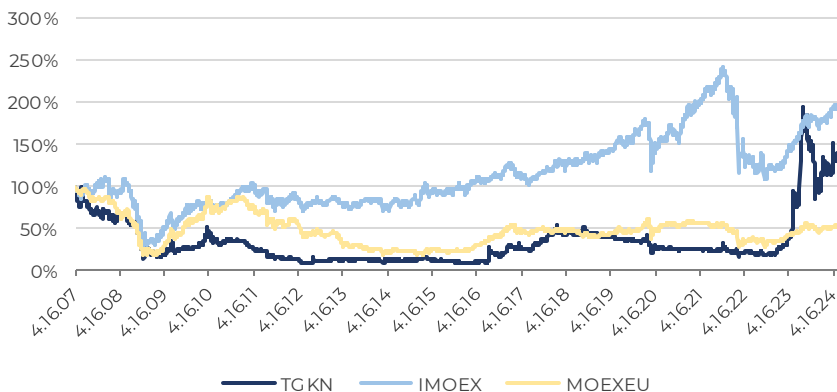
История торгов

Акции ПАО «ТГК-14» показывают динамику ниже, чем индекс широкого рынка. Однако начиная с 2023г. котировки значительно опережают отраслевой индекс MOEXEU.

Приход нового акционера (АО «ДУК») и начало активной работы с инвесторами позволили оживить торги акциями компании.

Основная причина скромных результатов энергетического сектора – высокая потребность в капитальных затратах, регулирование ценообразования в связи с социальной значимостью отрасли и макроэкономические шоки, влияющие на стоимость сырья, капитала для финансирования программы.

График 9. Индекс накопленной доходности, 16.04.2007=100%



Источник: Московская Биржа

О компании: Операционные показатели

У компании три основных источника выручки:

- Продажа электроэнергии (23.2%)
- Продажа тепловой энергии (57.7%)
- Продажа мощности (11.9%)

Еще 5.9% приносит присоединение потребителей к тепловым сетям и прочие доходы (1.3%).

Продажа Электроэнергии

Менеджмент ожидает стабилизацию продаж электроэнергии в связи с достижением максимальных мощностей. В связи с этим реализуется инвестиционная программа для повышения возможностей выработки, т.к. спрос на электроэнергию в регионе продолжит расти. Прогнозы по тарифам закладываются на уровне инфляции.

Продажа Тепловой энергии

Менеджмент ожидает небольшой поступательный рост продаж тепловой энергии на 0.5% ежегодно в связи с ростом жилого фонда и подключения новых объектов. В постпрогнозном периоде ускорение роста не ожидается.

Тарифы на тепловую энергию являются регулируемыми для г. Чита – рост составит ИПЦ+3п.п., для остальных субъектов ИПЦ, что исходя из прогноза ИПЦ и структуры спроса дает +5.5%.

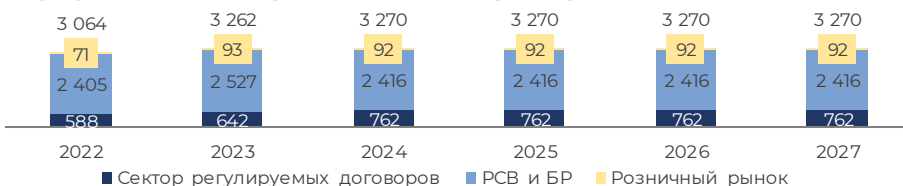
Продажа Мощности

Снижение поставок мощности в 2025 году связано с ремонтными работами на Читинской ТЭЦ-1, после чего последует восстановительный рост.

Прогноз тарифов на мощность КОМ основан на отчетах об итогах КОМ на 2022-2026 гг., опубликованных АО «СО ЕЭС» и темпах роста ИПЦ.

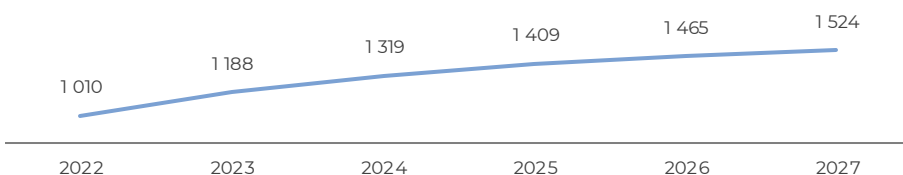
Расчет стоимости мощности по КОММод проводится в порядке, определенном Постановлением Правительства РФ от 25.01.2019 №433

График 10. Объемы производства электроэнергии, млн кВтч



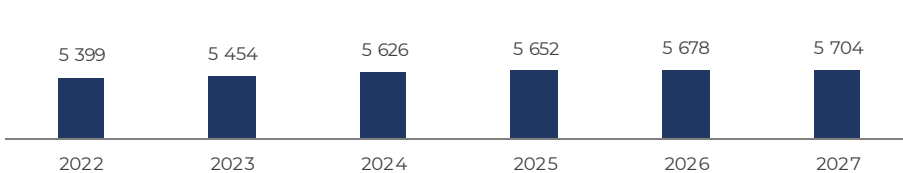
Источник: данные Менеджмента, МСФО отчётность

График 11. Средневзвешенный тариф на электроэнергию, руб./тыс. кВт



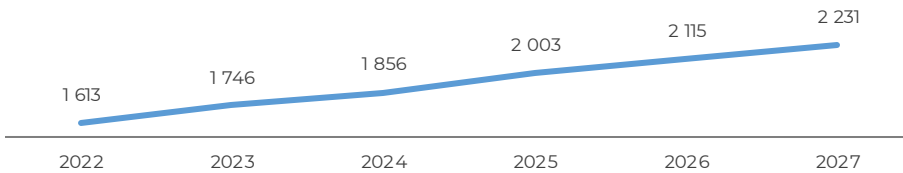
Источник: данные Менеджмента, МСФО отчётность

График 12. Объемы производства тепловой энергии, тыс. Гкал



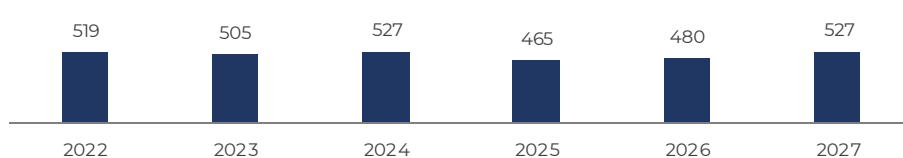
Источник: данные Менеджмента, МСФО отчётность

График 13. Средневзвешенный тариф продажи тепловой энергии, руб./Гкал



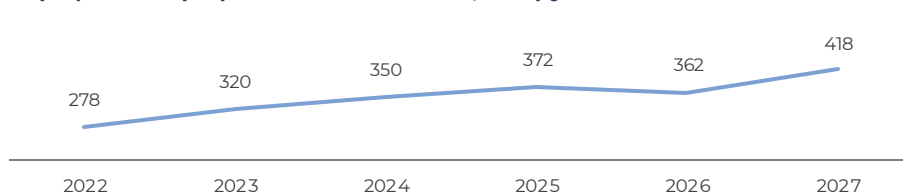
Источник: данные Менеджмента, МСФО отчётность

График 14. Поставки мощности, МВт



Источник: данные Менеджмента, МСФО отчётность

График 15. Тариф поставки мощности, тыс. руб./МВт в мес.



Источник: данные Менеджмента, МСФО отчётность

О компании: Финансовые показатели

Приход нового мажоритарного акционера благоприятно сказался на показателях прибыльности ТГК-14: рост выручки значительно ускорился с околонулевой динамики в 2020-2021 годах до ~13% в 2022-2023, что и стало основным драйвером существенного увеличения EBITDA и чистой прибыли.

CAGR за 2019-2023 по EBITDA составил 12.7%, чистой прибыли - 51.7%. Менеджмент ожидает замедления этих темпов с 2024 года, Это связано с достижением максимальных объемов, которые компания сегодня способна поставлять на рынок по всем направлениям деятельности. В связи с этим рост до 2027 году будет в основном обеспечен ростом рыночных цен на электроэнергию и индексацией прочих тарифов.

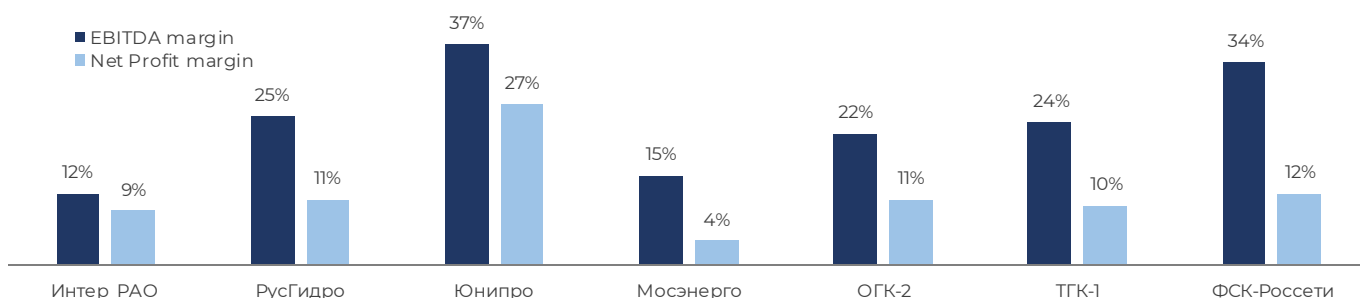
Основным фактором неопределенности является стоимость топлива - энергетического угля. Цены на уголь сильно зависят от внешнего спроса и логистических возможностей региона.

В дальнейшем менеджмент рассчитывает увеличить маржинальность компании по EBITDA до 20%, а маржинальность по чистой прибыли будет сохраняться на уровне 9-10%, что сопоставимо с торгуемыми конкурентами энергетического сектора.

Таблица 1. P&L, млрд руб.	2019Ф	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	13.51	13.61	13.44	15.34	17.26	18.75	19.90	20.87	22.49
Прирост		0.7%	(1.3%)	14.2%	12.5%	8.6%	6.1%	4.9%	7.8%
Расходы на топливо	(4.50)	(4.44)	(4.66)	(5.24)	(5.84)	(6.21)	(6.49)	(6.76)	(7.05)
Расходы на персонал	(3.63)	(3.83)	(3.89)	(4.29)	(4.44)	(4.86)	(5.20)	(5.52)	(5.86)
Приобретение энергии и мощности	(0.95)	(0.79)	(0.84)	(0.94)	(1.22)	(1.25)	(1.29)	(1.33)	(1.46)
Прочие расходы	(2.60)	(2.62)	(2.87)	(2.97)	(2.81)	(3.00)	(3.13)	(3.26)	(3.39)
EBITDA	1.83	1.93	1.17	1.90	2.95	3.43	3.85	4.05	4.81
Прирост		5.7%	(39.2%)	62.3%	54.9%	16.3%	12.1%	5.3%	18.9%
Амортизация	(1.16)	(0.86)	(1.04)	(0.94)	(0.85)	(0.92)	(1.06)	(1.23)	(1.36)
Чистый фин. доход/(расход)+изм. резервов	(0.22)	(0.60)	0.11	(0.11)	(0.03)	(0.20)	(0.14)	(0.24)	(0.17)
Прибыль до налога	0.44	0.47	0.24	0.86	2.07	2.31	2.77	2.63	3.47
Чистая прибыль	0.30	0.32	0.13	0.56	1.57	1.85	2.07	1.97	2.61
Прирост		6.9%	(59.6%)	340.1%	178.1%	17.7%	12.3%	(4.8%)	32.0%
Рентабельность по EBITDA	13.5%	14.2%	8.7%	12.4%	17.1%	18.3%	19.3%	19.3%	21.3%
Рентабельность по Чистой прибыли	2.2%	2.3%	1.0%	3.7%	9.1%	9.8%	10.4%	9.4%	11.5%

Источник: МСФО отчетность, анализ ИФК Солид

График 16: Консенсус прогноз показателей публичных компаний сектора энергетики на 2024 год



Источник: Московская биржа, анализ ИФК Солид

О компании: Финансовые показатели

Таблица 2: Баланс, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023
Кэш и эквиваленты	0.36	0.62	0.90	0.53	4.96
Запасы	1.04	1.15	0.96	0.80	0.92
Дебиторская задолженность	1.42	1.18	1.05	1.55	1.55
Прочие оборотные активы	0.04	0.04	0.08	0.02	0.02
Основные средства	9.06	9.13	9.27	9.42	10.10
Прочие внеоборотные активы	0.14	0.13	0.20	1.07	4.30
Итого Активы	12.05	12.24	12.46	13.39	21.86
Краткосрочные займы	1.29	1.27	1.41	0.92	2.04
Кредиторская задолженность	1.75	1.98	2.37	2.54	3.88
Прочие краткосрочные обязательства	0.70	0.98	0.66	3.95	0.93
Долгосрочные кредиты и займы	1.49	0.92	0.66	0.80	6.24
Прочие долгосрочные обязательства	0.61	0.55	0.66	0.83	1.20
Итого Обязательства	5.85	5.70	5.76	9.03	14.28
Акционерный капитал, эмиссионный доход и резервы	5.14	5.16	5.19	5.18	5.21
Нераспределенная прибыль	1.06	1.38	1.51	(0.82)	2.37
Итого Собственный Капитал	6.20	6.54	6.70	4.36	7.58
Чистый долг	2.42	1.58	1.17	1.19	3.32
Чистый долг/ЕБИТДА	1.33	0.82	0.99	0.63	1.12
ЕБИТДА/Проценты	8.33	9.12	7.64	8.96	4.66
ROA		2.6%	1.0%	4.4%	8.9%
ROE		5.0%	1.9%	10.2%	26.3%

Источник: МСФО отчетность, анализ ИФК Солид

Изменение структуры баланса за 2019-2023гг. произошло по следующим причинам:

1. Реализация сделки по покупке ТГК-14 у РЖД была произведена за счет выдачи займа в пользу ДУК из денежных средств на балансе ТГК-14;
2. После этого компания закрыла потребность в ликвидности за счет выпуска облигаций по фиксированной ставке;
3. Реализация масштабной инвестпрограммы по модернизации генерирующих активов также требует значительного привлечения заемных средств.

Мы оцениваем структуру сделки между ДУК и РЖД как нейтральную для стоимости компании. Рост долговой нагрузки и соответствующих рисков с одной стороны компенсируются потребностью в регулярной выплате дивидендов со стороны ТГК-14, чтобы мажоритарий мог обслуживать заем. При этом улучшение финансово-операционных показателей компании при новом собственнике, а также относительно низкая для нынешних макроэкономических условий стоимость финансирования по облигационному займу позволяет ТГК-14 комфортно обслуживать долг и даже получать от него добавленную стоимость.

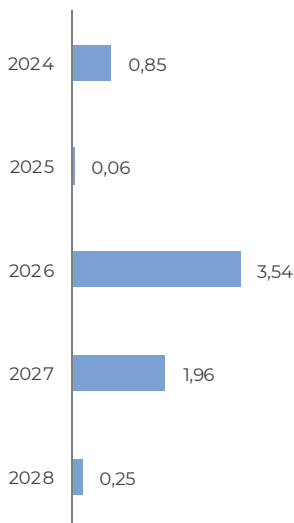
О компании: Финансовые показатели

Динамика движения денежных средств компании была относительно стабильной в 2019-2022 годах. Вследствие сделки по продаже мажоритарной доли компании и старта реализации масштабной инвестиционной программы эмитент привлек значительное количество денежных средств через выпуск облигаций с постоянным купоном, что позволило компании усилить ликвидность непосредственно перед серьезным ужесточением денежно-кредитной политики.

Таблица 3: Движение денежных средств, млрд руб.	2019	2020	2021	2022	2023
Операционный денежный поток	1.41	1.76	0.82	1.73	5.08
Изменения в оборотном капитале	0.66	0.22	0.90	1.57	(0.27)
Приобретение основных средств	(1.42)	(0.96)	(1.11)	(1.11)	(1.20)
Займы выданные	0.00	0.00	0.00	(0.87)	(3.23)
Прочее	(0.06)	(0.05)	(0.08)	(0.05)	0.71
Инвестиционный денежный поток	(1.48)	(1.00)	(1.19)	(2.03)	(3.72)
Чистые заимствования	(0.43)	(0.52)	(0.08)	(1.55)	4.62
Чистые проценты полученные/(уплаченные)	(0.16)	(0.16)	(0.11)	(0.08)	0.02
Дивиденды	0.00	0.00	0.00	0.00	(1.27)
Прочее	(0.02)	(0.04)	(0.06)	(0.02)	(0.02)
Финансовый денежный поток	(0.62)	(0.73)	(0.25)	(1.65)	3.35
Итого изменение денежных средств за период	(0.02)	0.25	0.29	(0.38)	4.44
Денежные средства на конец периода	0.36	0.62	0.90	0.53	4.96

Источник: МСФО отчетность, анализ ИФК Солид

График 17: График погашения обязательств ПАО ТГК-14, млрд руб.



Источник: МСФО отчетность, данные Менеджмента, расчеты ИФК Солид

Операционный денежный поток

Вклад в положительную динамику операционного денежного потока оказал поступательный рост финансовых показателей, а также роспуск резерва в размере 2.9 млрд руб. перед Промсвязьбанком, который был сформирован в связи с выданным поручительством по займу.

Инвестиционный денежный поток

Динамика инвестиции в основные средства относительно стабильна год к году и примерно равна амортизационному износу. Мы ожидаем, что компания будет постепенно увеличивать поддерживающий капекс на 5% в реальном выражении ежегодно, так как основной износ приходится на сетевую инфраструктуру, которая требует обновления. В 2023 году Компания выдала заём в размере 3,3 млрд руб. на срок 10 лет в пользу акционера Общества – АО «ДУК» на цели погашения основного долга, привлеченного в банке для приобретения акций ПАО «ТГК-14». В 2024 году АО «ДУК» погасила 1,5 млрд руб. задолженности перед ПАО «ТГК-14».

Финансовый денежный поток

С 2019 по 2022 год компания сокращала объем долга. Были выпущены облигации с фиксированным купоном на 5.57 млрд руб. С учетом роста уровня ставок компания зафиксировала относительный комфортную стоимость денежных средств до 2026 года.

Дивидендные выплаты были возобновлены в 2023 году благодаря сильным финансовым результатам. В связи с тем, что ДУК должен будет погашать займ перед ТГК-14, ожидаем продолжение дивидендных выплат в будущем.

Оценка

Мы считаем, что структура капитала будет иметь слишком большое влияние на оценку, если использовать более традиционный способ оценки через свободный денежный поток организации (FCFF). Поэтому оценка осуществлялась двумя методами - через свободный денежный поток акционерам (FCFE) и анализ дивидендности.

В оценке методом FCFE мы исходим из следующих предпосылок:

- Оценка компании as is с поддерживающим уровнем капитальных затрат и оборотного капитала. Предполагаем, что NPV всех инвестиционных проектов не меньше 0;
- Долгосрочный темп роста 5.5% (реальный рост ВВП 1.5% плюс таргетируемая инфляция ЦБ 4%);
- Чистые заимствования немного опережают кап.затраты и инвестиции в оборотные капитал.

#	Таблица 4: Ставка дисконтирования (FCFE)	18.09.2024	Комментарий
1	Безрисковая ставка	14.6%	Бескупонная доходность 20-летних государственных облигаций РФ (14.84%) на 18.09.2024 с учётом валютной корректировки (USD/RUB)
2	Премия за риск инвестирования в акции	6.0%	Анализ ИФК "Солид"
3	Коэффициент бета с долговой нагрузкой	0.91	[4] * (1 + [5] * (1 - [6]))
4	Коэффициент бета без долговой нагрузки	0.62	Медианное значение показателей российских компаний-аналогов из отрасли электрогенерации за пятилетний период
5	Заемный капитал / собственный капитал	62.1%	Медианное значение показателей российских компаний-аналогов из отрасли электрогенерации за пятилетний период
6	Ставка корпоративного подоходного налога	25.0%	Источник: Налоговый кодекс РФ (Глава 25, Статья 284 (в ред. от 12.07.2024))
7	Премия за размер	4.65%	Ibbotson Associates Yearbook, 2023, для компаний с капитализацией 124 - 175 млн долл. США
8	Стоимость собственного капитала в долл. США	24.7%	[1] + [3] * [2] + [7]
9	Валютная корректировка	1.02	Анализ ИФК "Солид"
10	Стоимость собственного капитала в рублях	25.2%	[8] * [9]

Источник: анализ ИФК Солид

Таблица 5: Оценка (FCFE), млрд руб.	2П 2024П	2025П	2026П	2027П
Чистая прибыль	0.70	1.94	1.90	2.41
Амортизация	0.27	1.06	1.23	1.36
CAPEX	(0.40)	(1.21)	(1.27)	(1.33)
Изм. WC	(0.08)	(0.30)	(0.31)	(0.33)
Net Borrowing	0.85	1.84	1.94	2.03
FCFE	1.34	3.33	3.48	4.14
TV				22.22
Discounted FCFE	2.24	2.80	2.33	2.22
Discounted TV				11.90
Доля TV в оценке	58%			
Итого Equity Value	20.54			
Итого цена за акцию, руб.	0.0151			

Источник: анализ ИФК Солид

Таблица 6: Анализ чувствительности	Требуемая доходность на акционерный капитал					
		22.2%	23.7%	25.2%	26.7%	28.2%
LTGR	4.5%	0.0169	0.0157	0.0146	0.0137	0.0129
	5.0%	0.0173	0.0160	0.0149	0.0139	0.0131
	5.5%	0.0177	0.0163	0.0151	0.0141	0.0133
	6.0%	0.0181	0.0166	0.0154	0.0144	0.0135
	6.5%	0.0185	0.0170	0.0157	0.0146	0.0137

Источник: анализ ИФК Солид

Оценка

Мы считаем, что структура капитала будет иметь слишком большое влияние на оценку, если использовать более традиционный способ оценки через свободный денежный поток организации (FCFF). Поэтому оценка осуществлялась двумя методами - через свободный денежный поток акционерам (FCFE) и анализ дивидендной доходности.

В анализе дивидендной доходности мы исходим из следующих предпосылок:

- Оценка компании as is с поддерживающим уровнем капитальных затрат и оборотного капитала. Предполагаем, что NPV всех инвестиционных проектов не меньше 0;
- Долгосрочный темп роста дивидендов 5.5% (реальный рост ВВП 1.5% плюс таргетируемая инфляция ЦБ 4%);
- Дивиденды выплачиваются дважды в год, базой для выплаты дивидендов является чистая прибыль по МСФО за предыдущее полугодие;
- Коэффициент дивидендных выплат установлен на уровне 100%.

Таблица 7: Дивидендная доходность, млрд руб.	2П 2024П	2025П	2026П	2027П
Чистая прибыль	0,70	1,94	1,90	2,41
База дивидендных выплат	0,00	1,67	1,92	2,15
Коэффициент дивидендных выплат	100%	100%	100%	100%
Дивиденды	0,00	1,67	1,92	2,15
Дивидендная доходность (к цене закрытия на 18.09.24)		11,5%	13,2%	14,7%

Источник: анализ ИФК Солид

Сравнительный анализ

Мультипликаторы были рассчитаны для рынка РФ (сектор энергетика и отдельно генерирующие компании), США и Мира. Такой широкий набор связан с исторически низкими значениями мультипликаторов для российских энергетических компаний относительно широкого рынка. При этом глобальные рынки не дисконтируют энергетику так радикально. Более того, если в США генерация относится к стабильному дивидендному классу акций, то в развивающихся странах она часто занимает место в портфелях растущих акций, так как развитие экономики сопровождается опережающим ростом энергопотребления. **Мультипликаторы для регионов Мир и США применялись с дисконтом 50% в связи с устойчивым дисконтом оценок российских компаний к международным аналогам.**

Для сравнительного анализа мы использовали мультипликаторы P/E, EV/Выручка и EV/EBITDA, рассчитанные за последние 12 месяцев. Поскольку сектор генерации имеет достаточно стабильные показатели, мы применяли мультипликаторы к средним значениям фундаментальных факторов соответствующих каждому мультипликатору.

Для определения equity value мы вычитали из enterprise value чистый долг компании на 30.06.2024.

Таблица 8. Мультипликаторы, сводзначений

Россия, весь сектор	EV/Выручка	EV/EBITDA	P/E	Россия, генерация	EV/Выручка	EV/EBITDA	P/E
Среднее	0.8x	5.3x	7.4x	Среднее	0.6x	3.2x	5.2x
Медиана	0.5x	3.6x	5.5x	Медиана	0.5x	3.0x	3.7x

США, сектор	EV/Выручка	EV/EBITDA	P/E	Мир, сектор	EV/Выручка	EV/EBITDA	P/E
Среднее	6.4x	14.2x	21.4x	Среднее	5.4x	13.5x	28.5x
Медиана	6.3x	11.4x	20.9x	Медиана	3.9x	11.4x	19.3x

Источник: анализ ИФК Солид

Таблица 9. Показатели компании и оценка

	Выручка	EBITDA	Чистая Прибыль	Чистый долг	Количество акций
2023	17.26	2.95	1.57	3.32	1 358
2024	18.75	3.43	1.85	4.32	1 358
Среднее	18.01	3.19	1.71	3.82	1 358

	EV/Выручка		EV/EBITDA		P/E	
	мин	макс	мин	макс	мин	макс
Россия, весь сектор	0.0038	0.0083	0.0056	0.0096	0.0069	0.0094
Россия, генерация	0.0043	0.0048	0.0042	0.0046	0.0046	0.0065
США (с учетом дисконта 50%)	0.0404	0.0407	0.0139	0.0153	0.0131	0.0135
Мир (с учетом дисконта 50%)	0.0245	0.0346	0.0120	0.0145	0.0121	0.0179

Источник: анализ ИФК Солид

- Оценка по EV/Выручка для мира и США не применялась в связи с отсутствием значительного регулируемого ценообразования у компаний в выборке.
- Итоговая оценка сравнительным методом определяется как максимальная и минимальная по каждому региону/сектору.

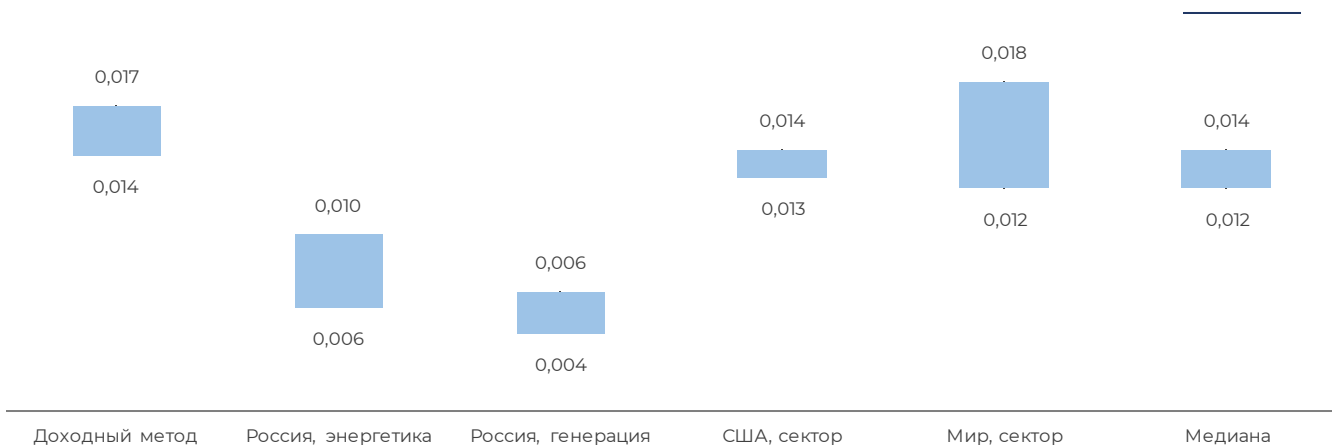
ИТОГИ

Мы считаем справедливой оценкой акций ПАО «ТГК-14» в диапазоне 0.012-0.014 рубля за акцию.

Факторы привлекательности:

- ✓ Новый бенефициар с отраслевой экспертизой, заинтересованный в выплате дивидендов и максимизации свободного денежного потока компании;
- ✓ Макроэкономические факторы роста спроса на электроэнергию – сегмент с минимальной долей регулирования в выручке;
- ✓ Масштабная инвестпрограмма с возможностью привлечения льготного финансирования от государства и институтов развития;
- ✓ Монопольные позиции в крупнейших городах региона, высокие барьеры для входа новых игроков.

График 18. Итоговая оценка, рублей за акцию



Источник: анализ ИФК Солид

Факторы риска:

- **Макроэкономические.** Длительный период высоких ставок в экономике при невозможности перенести стоимость дорогого фондирования в цены может оказать негативное влияние на кредитоспособность эмитента, а следовательно на возможность привлекать займы для капитальных затрат;
- **Технологические.** Часть инфраструктуры имеет высокий износ и требует капитального ремонта/замены. При этом любая компания из сектора энергетике имеет ограниченные ресурсные возможности для полного обновления инфраструктуры;
- **Риски капитальных проектов.** Строительство новых объектов энергетической инфраструктуры – сложный и ресурсозатратный процесс. По объективным причинам возможны задержки в реализации инвестпрограммы и перенос сроков ввода «вправо».

Контакты

Москва, Хорошевское шоссе 32А 8 (800)

250-70-10

solid@solidbroker.ru

Управление Рисков и Аналитики

Москва, Хорошевское шоссе 32А

+7 (495) 228-70-10

2024 АО ИФК «Солид». Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении её содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю.

Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который вы, возможно, рассчитываете, при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Доходность, полученная в прошлом, не гарантирует доходность в будущем.

АО ИФК «Солид» не несёт ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Документы, содержащие информацию о размещаемых ценных бумагах и размещаемой Компанией не могут рассматриваться в качестве публичной оферты. Информация и мнения, представленные в прилагаемых документах, подготовлены компанией АО ИФК «Солид». АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность представленной информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не несут ответственность за инвестиционное решение клиента, основанное на информации, содержащейся в данных документах. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники, также не несут ответственность за прямые или косвенные потери или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

Рекомендации и мнения, высказанные в данном материале, являются исключительно мнением АО ИФК «Солид», и не являются предложением о покупке или продаже ценных бумаг, а также не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Заявления любых лиц, в том числе сотрудников АО «ИФК Солид», а также информация в рекламных и информационных материалах о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Риски инвестирования в пре-IPO и IPO содержатся, в том числе, но не ограничиваясь ими, в Декларации о рисках, связанных с проведением операций на финансовых рынках (Приложение №5 Регламента).

АО ИФК «Солид» уведомляет, что может являться андеррайтером или организатором размещения ценных бумаг, что может привести к возникновению конфликта интересов между АО ИФК «Солид» и Клиентом или между Клиентом и иным Клиентом АО ИФК «Солид», что, в свою очередь, может в результате реализации конфликта интересов привести к убыткам Клиента. При участии в размещении Клиент подтверждает, что он был надлежащим образом уведомлен о возможности возникновения конфликта интересов и не имеет каких-либо претензий или имущественных требований (включая требования о возмещении убытков, возвратом суммы инвестиций) к АО ИФК «Солид», связанных с возникновением и реализацией конфликта интересов. АО ИФК «Солид», в свою очередь, обязуется реализовывать комплекс мер, направленных на предотвращение реализации конфликта интересов.

Лицензии на осуществление работы выданы ФКЦБ России без ограничения срока действия:

- брокерской деятельности – № 045-06790-100000, выдана 24 июня 2003 г.
- дилерской деятельности – № 045-06793-010000, выдана 24 июня 2003 г.
- деятельности по управлению ценными бумагами – № 045-06795-001000, выдана 24 июня 2003 г.
- депозитарной деятельности – № 045-06807-000100, выдана 27 июня 2003 г.

Предоставляемая АО ИФК «Солид» информация об инвестиционных фондах или о специализированном депозитарии не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а предоставление такой информации не является инвестиционным консультированием.

Информация о тарифных планах/тарифах опубликована в маркетинговых целях в сокращённом варианте. Полный перечень тарифных планов/тарифов, их содержание и условия применения содержатся на сайте solidbroker.ru телефон для справок 8 (800) 250-70-10.