

ТГК-1

Дивиденды близко?

29 МАЯ 2023



ТГК-1

Дивиденды близко?

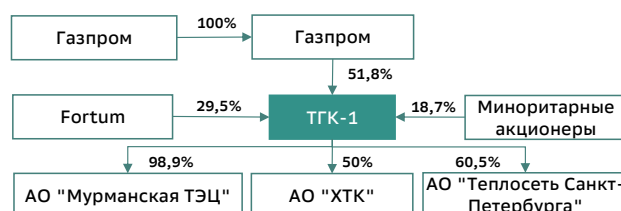
- **Электроэнергетика – традиционный защитный сектор на фондовом рынке.** Спрос на электроэнергию и, соответственно, доходы генерирующих компаний относительно стабильны даже в кризисные годы. Сектор ориентирован на внутренний рынок и подвержен санкционным рискам меньше других. Кроме того, динамика акций электроэнергетических компаний в сложном 2022 году оказалась лучше, чем в других секторах.
- **Возможное возобновление дивидендных выплат.** В начале 2023 года акционеры ТГК-1 приняли решение не выплачивать дивиденды за 2021 год. Это, скорее всего, связано с наличием блокирующего пакета у акционера из недружественной юрисдикции – финская Fortum владеет 29,5% акций компании. Однако мы ждем выхода этой компании из капитала ТГК-1. Дивидендная доходность в 2024 году в случае возобновления дивидендных выплат может составить около 12% исходя из текущих котировок.
- **Привлекательная оценка.** Акции ТГК-1 по коэффициентам EV/установленная мощность и EV/EBITDA торгуются с дисконтом к их средним значениям за пять лет.
- **Благоприятные цены на электроэнергию и мощность.** Мы прогнозируем рост цен на рынке на сутки вперед (PCB) в первой ценовой зоне на 10,3% в текущем году. Тарифы на мощность в конкурентном сегменте могут также вырасти – на 13–14%. Таким образом, мы считаем достаточно оптимистичными перспективы ценообразования с учетом прогнозируемой инфляции 6,2%.
- **Динамика акций ТГК-1 пока хуже, чем по сектору в целом.** С февраля 2022 года бумаги ТГК-1 пока демонстрируют более слабую динамику, чем другие «дочки» Газпром энергохолдинга.
- **Высокий потенциал роста.** В секторе электрогенерации ТГК-1 обладает наибольшим потенциалом роста котировок после Интер РАО. Наша целевая цена на ближайшие 12 месяцев составляет 0,0112 руб. за акцию. Таким образом, потенциал роста бумаг ТГК-1 составляет около 15%.

Описание компании

ТГК-1, или Территориальная генерирующая компания №1, производит тепловую и электрическую энергию в северо-западном регионе России. ТГК-1 присутствует в четырех субъектах страны – Санкт-Петербурге, Ленинградской области, Республике Карелия и Мурманской области. Компания владеет 52 электростанциями (в том числе 40 гидроэлектростанций (ГЭС) общей установленной мощностью 2,9 ГВт), а также 12 теплоэлектроцентралями (ТЭЦ), совокупная установленная мощность которых составляет 4 ГВт. Общая тепловая мощность активов компании – 13,57 тыс. Гкал/час. ТГК-1 поставляет тепло и электричество для 8 млн человек.

- Доля компании на рынке тепловой энергии Санкт-Петербурга составляет около 50%, Мурманска – 72%, Петрозаводска – 100%, Апатитов и Кировска Мурманской области – 100%. Согласно операционным результатам компании за 2022 год, ТЭЦ работают в основном на экологичном газовом топливе, его потребление составляет 90,8%, остальное – мазут (4,6%) и уголь (4,5%).
- **Финская Fortum владеет 29,5% акций ТГК-1.** Наличие крупного иностранного акционера пока не позволяет компании платить дивиденды. Как известно, Fortum планирует полностью выйти из российского бизнеса – компании в том числе принадлежит более 98% ПАО «Фортум» (бывшая ТГК-10). Финская компания 7 февраля заявила, что выход из российских активов займет дополнительное время из-за необходимости получить одобрение регулирующих органов.
- **Основным акционером ТГК-1 является Газпром энергохолдинг.** Помимо 51,8% акций ТГК-1, холдинг владеет и другими электроэнергетическими активами – контрольные пакеты ПАО «Мосэнерго», ПАО «МОЭК», ПАО «ОГК-2» также принадлежат Газпром энергохолдингу (ГЭХ), который, в свою очередь, является 100%-м дочерним предприятием ПАО «Газпром».
- **В структуру ТГК-1 входят три дочерних общества.** К ним относятся АО «Мурманская ТЭЦ», АО «Хибинская тепловая компания», ответственная за теплоснабжение Апатитско-Кировского региона, и АО «Теплосеть Санкт-Петербурга».

Схема владения ТГК-1



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Обзор рынка

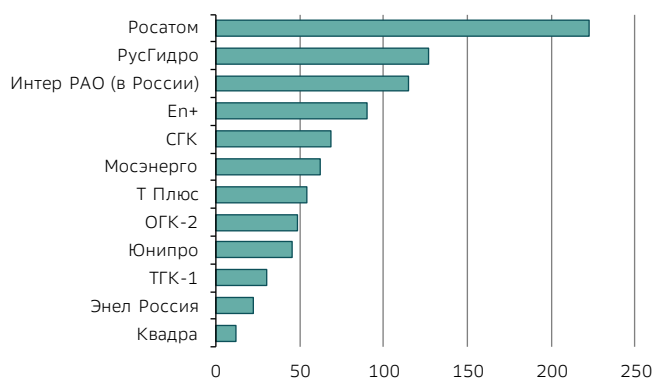
- Защитный сектор экономики.** Спрос на электроэнергию исторически зависит от динамики экономического роста. Отношение темпов изменения спроса на электроэнергию к динамике промышленного производства за последние 20 лет составляло в среднем 0,8. При этом в прошлом году индекс промышленного производства (ИПП) снизился на 0,6%, а спрос на электричество, наоборот, вырос на 1,3%. С учетом прогноза роста ИПП в текущем году на 0,7% мы ждем, что спрос на электроэнергию может остаться на уровне прошлого года. Уже со следующего года прогнозируется рост как ИПП, так и потребления электроэнергии.

Динамика спроса на электроэнергию и промышленного производства, 2001-2025 годы



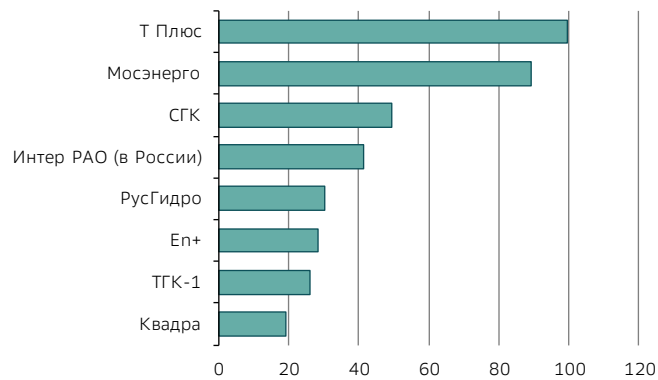
Источник: Минэкономразвития РФ, СО ЕЭС, SberCIB Investment Research

Крупнейшие компании России по выработке электроэнергии, млрд кВт-ч



Источник: компании

Крупнейшие компании в России по отпуску тепла, млн Гкал



Источник: компании

ТГК-1, как и две другие дочерние компании ГЭХ – ОГК-2 и Мосэнерго, – входит в число крупнейших компаний по выработке тепловой и электрической энергии в России.

- Как устроен оптовый рынок электроэнергии?** В настоящее время оптовый рынок электроэнергии РФ поделен на две ценовые зоны, в которых возможна свободная конкуренция. В первую ценовую зону входят более 50 субъектов РФ, расположенных в европейской части России и на Урале. Ко второй ценовой зоне относятся субъекты Сибирского федерального округа и два субъекта Дальневосточного федерального округа. Цены в первой ценовой зоне выше, чем во второй.

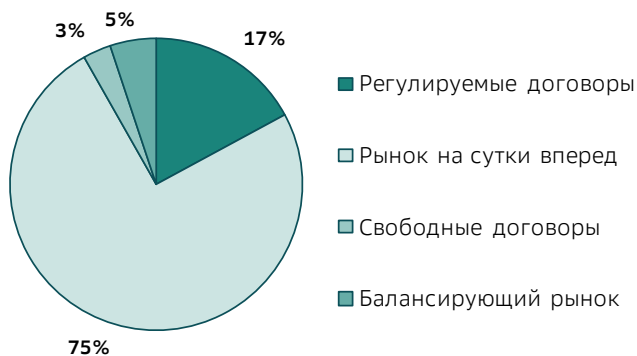
Ценовые зоны на рынке электроэнергии и мощности



Источник: НП «Совет рынка»

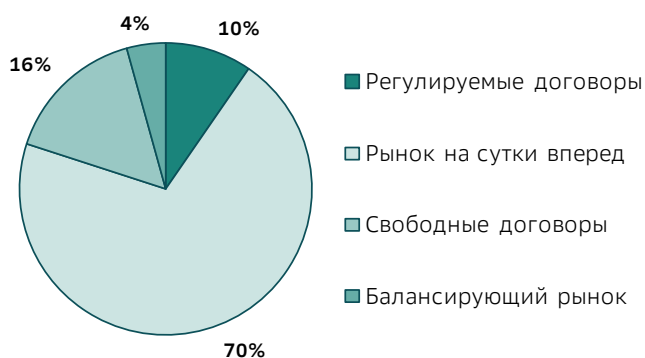
■ На оптовом рынке электроэнергии в основном продается по **долгосрочным регулируемым договорам**, или по регулируемым тарифам (**РД**), а также в рамках **рынка на сутки вперед (РСВ)** – по свободным ценам, определяемым путем конкурентного отбора. Все регионы присутствия ТГК-1 относятся к первой ценовой зоне, где цены выше. Кроме того, электроэнергия может продаваться на так называемом **балансирующем рынке (БР)** по свободным ценам – отбор заявок происходит не позднее чем за час до поставки энергии. В рамках балансирующего рынка осуществляется торговля избыточными или недостаточными объемами, которые появляются в рамках торгов на **РСВ**. Участники рынка также могут заключать свободные договоры по нерегулируемым тарифам – это **рынок свободных договоров (РСД)**.

Структура торговли электроэнергией по объемам в 1-й ценовой зоне, %



Источник: НП «Совет рынка»

Структура торговли электроэнергией по объемам во 2-й ценовой зоне, %

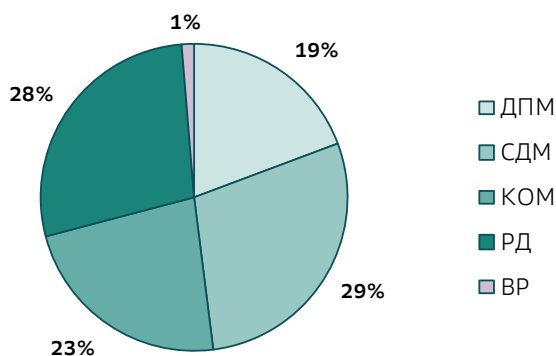


Источник: НП «Совет рынка»

Существует также розничный рынок электроэнергии. Цены для населения и приравненных к нему категорий потребителей регулируются. Тарифы при этом устанавливаются региональными службами по тарифам. Для остальных групп потребителей цены не регулируются.

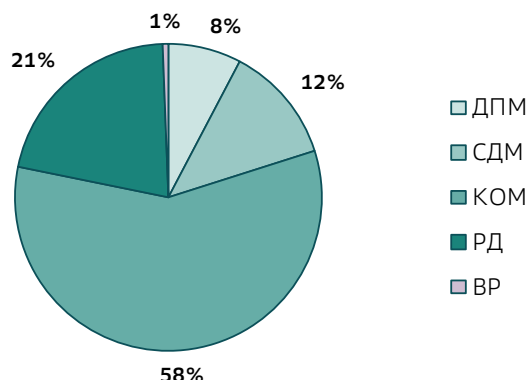
Чем продажа мощности отличается от продажи электроэнергии? Нельзя заранее точно определить количество электроэнергии, которое понадобится потребителям. Поэтому на случай увеличения спроса со стороны потребителей (особенно в пиковые часы) генерирующие компании обеспечивают готовность оборудования к выработке дополнительного электричества. Продавцами мощности выступают генерирующие компании, а покупатели покрывают затраты генерирующих компаний на поддержание готовности мощностей к выработке электроэнергии. При этом фактически дополнительная электроэнергия может и не поставляться.

Структура торговли мощностью по объемам в 1-й ценовой зоне, %



Источник: НП «Совет рынка»

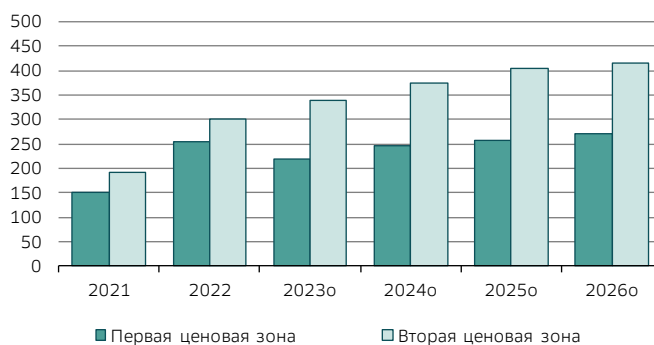
Структура торговли мощностью по объемам во 2-й ценовой зоне, %



Источник: НП «Совет рынка»

■ **Какие механизмы существуют на оптовом рынке мощности?** Во-первых, существует **рынок конкурентного отбора мощности (КОМ)**. Это основной механизм, реализуемый системным оператором на оптовом рынке мощности. С 2023 года проводятся конкурсы по ценовым зонам на год поставки, наступающий через три года, – или на четыре года вперед. В каждой ценовой зоне цена КОМ одинакова для всех отобранных генерирующих компаний, поскольку она соответствует максимуму из цен во всех отобранных заявках. Еще один механизм – **свободные договоры купли-продажи мощности (СДМ)**. Покупатели и потребители электроэнергии могут заключать свободные договоры по нерегулируемым ценам, как на РСВ при продаже электроэнергии. Как и в отношении электроэнергии, при продаже мощности также заключаются **регулируемые договоры (РД)** – этот механизм в основном предназначен для поставок населению и приравненным к ним группам потребителей. Отметим, что, в соответствии с законодательством, поставки по РД не должны превышать 35% от всех поставок на оптовый рынок. По **договорам о предоставлении мощности (ДПМ)** мощность оплачивается по повышенному тарифу. Этот механизм используется для привлечения инвестиций как в строительство новых мощностей (ДПМ-1), так и в модернизацию старых (ДПМ-2) – для объектов старше 40 лет. Генераторы также могут продавать мощность в **режиме вынужденного поставщика** – по цене не выше цены при продаже по результатам конкурентного отбора в предшествующем году. На рынке лишь незначительный объем мощности продается вынужденными поставщиками.

Динамика цен на мощность КОМ, млн руб./МВт в мес.



Источник: компании, SberCIB Investment Research

Что такое системный оператор?

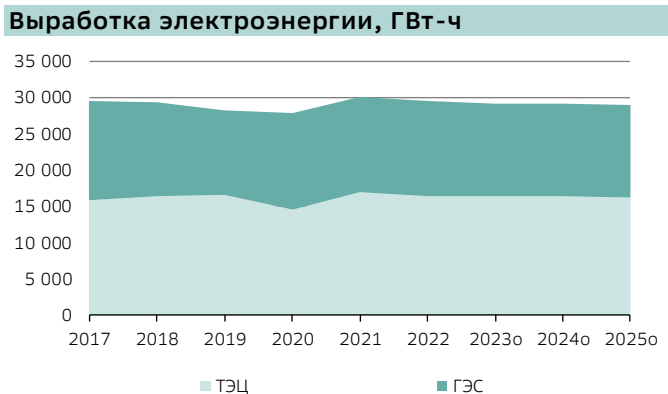
- Системный оператор Единой энергетической системы (АО «СО ЕЭС») – это специальная организация, которая осуществляет централизованное управление Единой энергетической системой России, управляет технологическими режимами работы энергетических объектов.
- ▶ Единая энергетическая система России включает в себя семь объединенных энергетических систем (ОЭС), состоящих из 71 региональной энергосистемы, в том числе ОЭС Северо-Запада, куда входят все регионы, в которых работает ТГК-1.

Рынок тепловой энергии

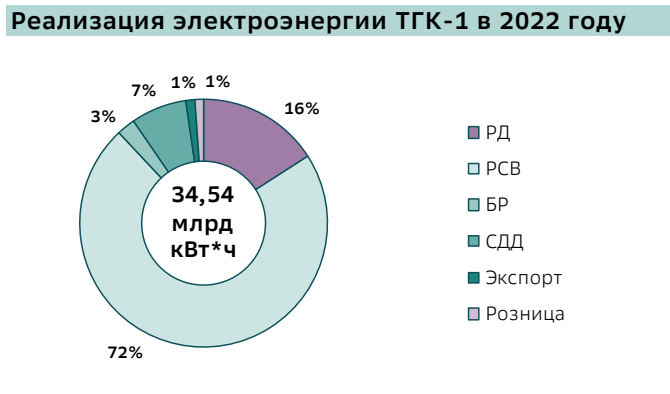
- В 2018 году правительство РФ предложило учредить новую модель рынка тепла. Она подразумевает переход от полностью государственного регулирования тарифов к рыночным ценам. Это означает, что на определенной территории устанавливается единая максимальная цена на теплоэнергию, равная стоимости тепловой энергии, производимой «альтернативной котельной». Альтернативная котельная в данном случае – гипотетический новый локальный источник энергии, который потребитель мог бы создать для личного теплоснабжения вместо использования центрального теплоснабжения. Предполагается, что такой источник использовал бы самые современные и энергоэффективные технологии. В настоящее время активно идет внедрение этой новой модели во многих городах и населенных пунктах, например, в Красноярске, Новосибирске, Перми, Самаре, Владимире и др. Всего в России таких [городов уже 36](#).
- В регионах присутствия ТГК-1 пока не планируется переход на новую модель рынка тепла, и отпускные цены растут вслед за тарифами для потребителей. Обычно государство увеличивает их раз в год, но в 2022 году было два повышения (сначала на 4%, затем еще на 9%), из-за чего в 2023 году повышений вообще не планируется.

ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТГК-1

- **Стабильная выработка электроэнергии.** В 2020 году выработка электроэнергии компанией просела на фоне снижения спроса на электроэнергию в период ковидных ограничений. В 2022 году ТГК-1 выработала 29,8 тыс. ГВт-ч электроэнергии. При этом чуть более половины было выработано на ТЭЦ, остальное – на ГЭС. С учетом исторической загрузки мощностей примерно на 50% мы прогнозируем стабильную выработку электричества компанией в ближайшие годы.
- Реализация электроэнергии в 2022 году составила 34,5 тыс. ГВт-ч. Это больше, чем компания выработала, поскольку ей приходится и самой покупать электричество на рынке. Но зачем компания покупает электроэнергию, если сама ее производит? Дело в том, что иногда электростанция не может полностью обеспечить конкретного потребителя электричеством согласно заключенному договору, например, вследствие низкого уровня воды на ГЭС. При этом поставки с других станций компании также невозможны. В таком случае она вынуждена закупать электроэнергию у другого поставщика.
- Наибольшую долю электроэнергии (72,1%) ТГК-1 продала на рынке на сутки вперед. Около 16% было реализовано по регулируемым договорам, а 7,3% по свободным договорам.

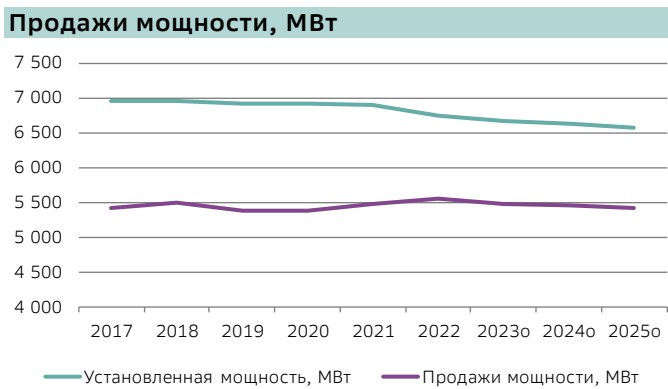


Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research

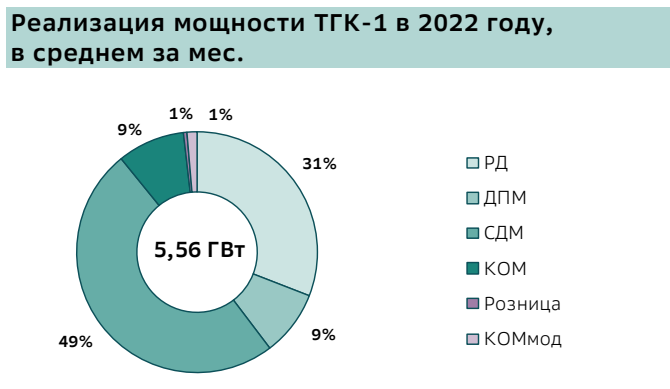


Источник: ТГК-1

■ В 2022 году ежемесячно компания в среднем продавала 5,5 ГВт мощности, это чуть более 80% от всей ее установленной мощности. Около 31% реализованной мощности пришлось на регулируемые договоры, почти половина – на свободные договоры. Примерно по 9% пришлось на механизмы конкурентного отбора мощности и договоры о предоставлении мощности (ДПМ). Интересно, что структура реализации мощности компании отличается от среднерыночной, где программа ДПМ занимает более 19%. Это отличие объясняется более ранним завершением строительства новых объектов компании и, как следствие, более ранним окончанием платежей по ним.

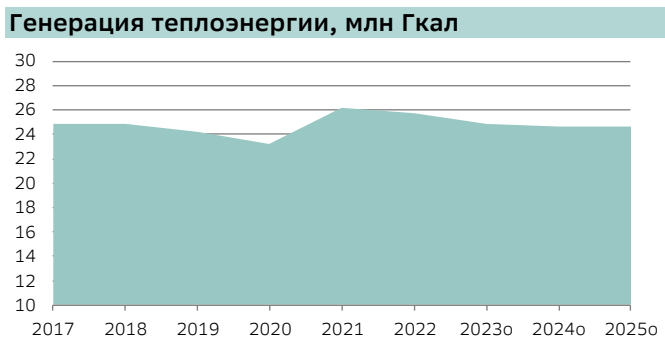


Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research



Источник: ТГК-1

■ Отпуск тепла составляет в среднем около 25 млн Гкал в год. При этом в 2020 году показатель, как и генерация электроэнергии, несколько снизился на фоне пандемии коронавируса.

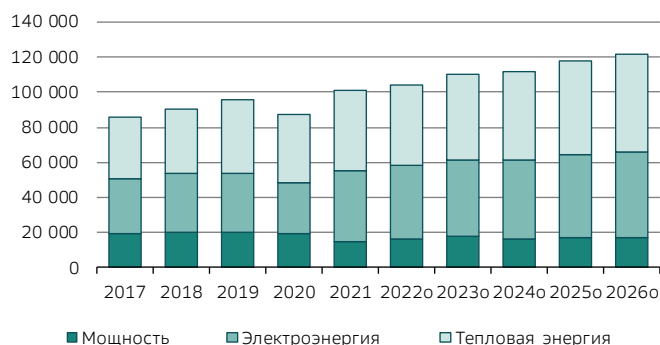


Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research

ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ТГК-1

- **Структура выручки.** В структуре выручки ТГК-1 чуть менее половины занимает генерация тепла (47%), около 40% – продажи электроэнергии, остальное – на продажи мощности.

Структура выручки ТГК-1 по МСФО, млн руб.



Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research

- **Финансовые показатели постепенно растут.** Компания опубликовала операционную отчетность за 2022 год, но приняла решение не показывать финансовую отчетность. В последние годы выручка ТГК-1 ежегодно росла, за исключением 2020 года, когда потребление электроэнергии снизилось из-за ковидных ограничений. По нашим оценкам, в 2022 году выручка увеличилась примерно на 6,6%, до 109 млрд руб. и продолжит расти в среднем на 4,3% ежегодно.
- **При этом рентабельность бизнеса по EBITDA может снизиться.** Это связано, во-первых, с уменьшением высокомаржинальных потоков от ДПМ. Кроме того, давление на рентабельность оказывает рост цен на топливо – наиболее значительная часть операционных издержек.

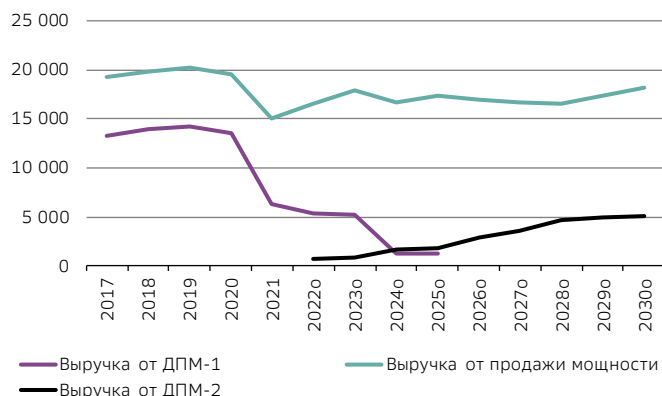
Основные показатели ТГК-1, млн руб.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022o	2023o	2024o	2025o	2026o
Выручка	87 395	92 455	97 256	88 889	102 280	109 010	115 368	117 436	123 723	128 934
ЕБИТДА	19 842	23 004	22 500	21 935	21 171	22 696	23 010	21 228	22 822	23 092
Операционная прибыль	11 387	15 026	12 149	10 824	9 513	10 922	11 125	9 167	10 584	10 700
Чистая прибыль	7 329	12 538	7 990	8 253	7 114	7 683	8 349	6 884	8 095	8 326
Чистый долг	17 734	12 193	25 907	23 754	20 471	15 233	13 144	12 454	10 368	8 710
Чистый долг/ЕБИТДА	0,80	0,53	1,16	1,03	0,96	0,68	0,58	0,59	0,46	0,38
Свободный денежный поток	7 848	7 042	8 767	7 507	1 220	5 238	5 931	4 864	5 528	5 706
Рентабельность										
по ЕБИТДА	22,7%	24,9%	23,1%	24,7%	20,7%	20,8%	19,9%	18,1%	18,4%	17,9%
по операционной прибыли	13,0%	16,3%	12,5%	12,2%	9,3%	10,0%	9,6%	7,8%	8,6%	8,3%
по чистой прибыли	8,4%	13,6%	8,2%	9,3%	7,0%	7,0%	7,2%	5,9%	6,5%	6,5%
Коэффициенты										
P/S	0,5	0,3	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/ЕБИТДА	3,2	1,9	3,4	3,0	2,8	1,9	2,0	2,1	1,9	1,8
P/E	6,3	2,5	6,2	5,2	5,4	3,7	3,9	4,8	4,1	3,9
P/Свободный ден. поток	5,9	4,4	5,7	5,7	31,4	5,4	5,5	6,8	5,9	5,8

Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research

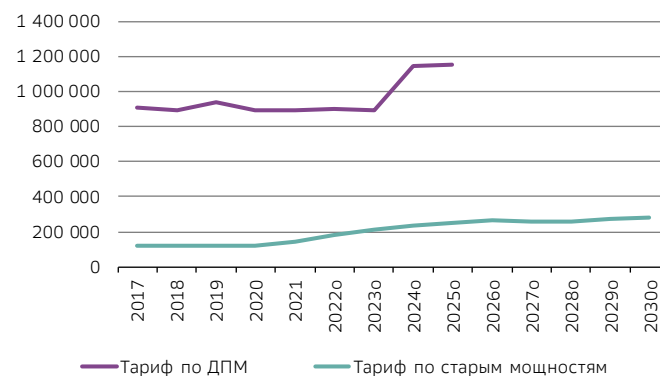
- **Ввиду низкой доли ДПМ-1 завершение этой программы не окажет влияния на финпоказатели компании.** В 2026 году программа ДПМ-1 заканчивается, но, несмотря на это, выручка ТГК-1 в целом и от продажи мощности в частности не пострадает. Во-первых, доля программы в выручке с 2021 года существенно снизилась. Во-вторых, ей на смену приходит программа ДПМ-2, по которой модернизируются существующие мощности. Выручка от ДПМ-2 позволит частично заместить выпадающие доходы от ДПМ-1 к 2030 году.

Эффект программ ДПМ-1 и ДПМ-2 для выручки ТГК-1 по МСФО, млн руб.



Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research

Разница в тарифах на мощность, руб./МВт/мес.

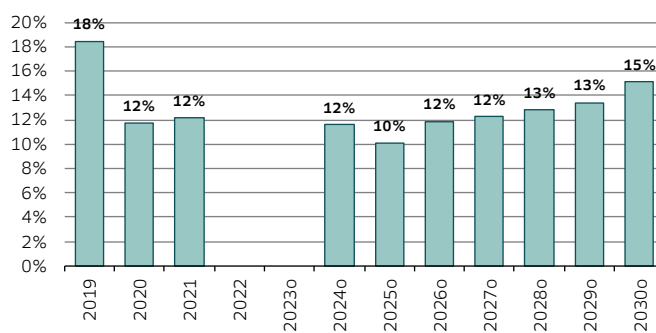


Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research

ФАКТОРЫ РОСТА ТГК-1

- Основной драйвер роста компании – возможное возобновление дивидендных выплат.** В начале 2023 года акционеры ТГК-1 приняли решение не выплачивать дивиденды за 2022 год. Это, скорее всего, связано с наличием блокирующего пакета у акционера из недружественной юрисдикции – финская Fortum владеет 29,5% акций компании. Тем не менее мы ждем выхода этой компании из капитала ТГК-1. В своем отчете по итогам 2022 года Fortum не включила российский бизнес в новую стратегию. Менеджмент компании отметил, что продажа – предпочтительный вариант выхода из российских активов. Однако точных сроков пока нет, также потенциальные сделки потребуют одобрения регулирующих органов.
- Высокая потенциальная дивидендная доходность.** Мы полагаем, что в случае выхода иностранного акционера дивидендная доходность акций ТГК-1 в 2024 году может составить 11,6% (исходя из цен на 18 апреля 2023 года).

Дивидендная доходность ТГК-1



Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research

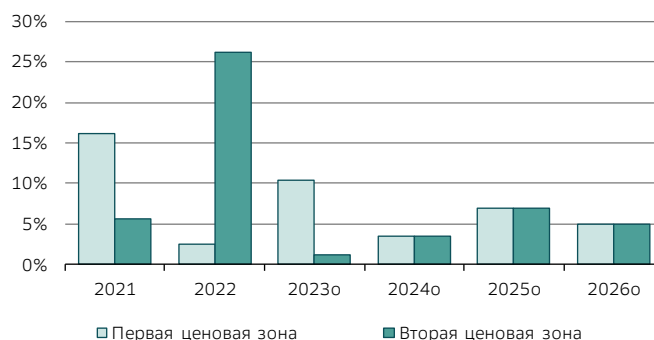
- Благоприятные цены на электроэнергию и мощность.** Мы прогнозируем рост цен на рынке на сутки вперед в первой ценовой зоне на 10,3% в текущем году. Тарифы на мощность в конкурентном сегменте могут также вырасти на 13–14%. Таким образом, мы оптимистично оцениваем перспективы ценообразования с учетом прогнозируемой инфляции 6,2%.

Динамика цен на электроэнергию от продавцов на РСВ, руб./тыс. кВт-ч



Источник: АТС

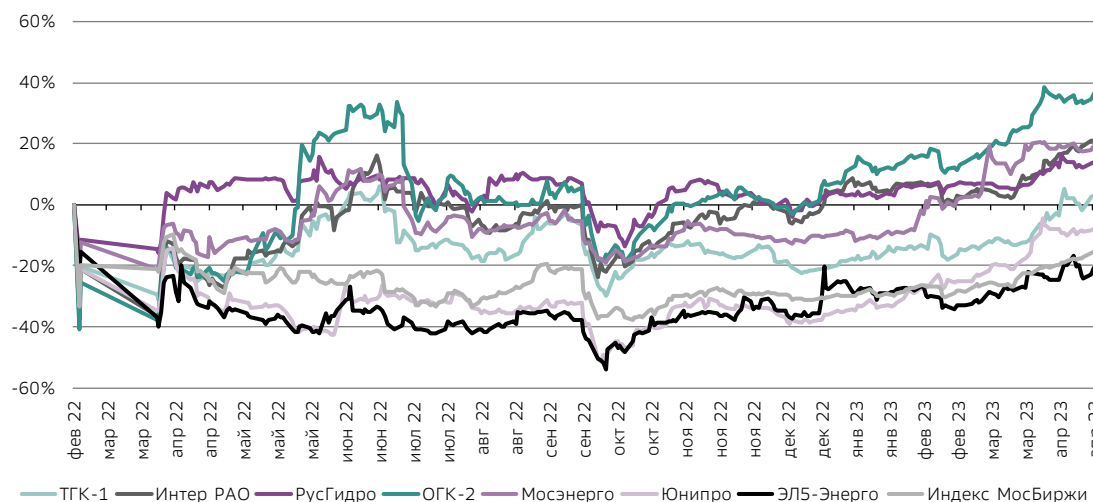
Прогноз изменения цен на РСВ, %



Источник: АТС, SberCIB Investment Research

- **Динамика акций ТГК-1 пока хуже, чем по сектору в целом.** Бумаги ТГК-1 на фоне ралли широкого рынка в апреле этого года достигли уровней февраля 2022 года. При этом две другие «дочки» ГЭХ (ОГК-2 и Мосэнерго) лидируют по динамике среди компаний сектора – их котировки выросли почти на 50% относительно 22 февраля 2022 года. Неопределенность в отношении дивидендов продолжает оказывать давление на акции ТГК-1.

Динамика котировок компаний сектора электроэнергетики с 22.02.22



Источник: Investing.com

- **Привлекательная оценка.** Акции ТГК-1 по коэффициентам EV/установленная мощность и EV/EBITDA торгуются с дисконтом к их средним значениям за пять лет. С другой стороны, по коэффициенту P/E как текущему, так и прогнозируемому на 2024 год компания торгуется выше среднего за пять лет. Это объясняется недавним существенным ростом котировок и ожидаемым снижением прибыли в следующем году на фоне завершения платежей по ДПМ-1. Однако в дальнейшем прибыль, по нашим прогнозам, вновь начнет стабильно расти.

Мультипликаторы ТГК-1

	Капитализация, млрд руб.	EV/Мощность, \$/кВт		EV/EBITDA			P/E		
		2023о	Среднее (2018-2022)	2023о	2024о	Среднее (2018-22)	2023о	2024о	Среднее (2018-2022)
ТГК-1	36	89	123	2,1	2,3	2,6	4,3	5,1	4

Источник: ТГК-1, SberCIB Investment Research, Investing.com

Риски ТГК-1

- **Неопределенность сроков выхода иностранного акционера.** Финская Fortum в своем отчете по итогам 2022 года отмечала риски того, что продажа российских активов не состоится или будет серьезно отложена на фоне текущей геополитической ситуации.
- **Прекращение экспорта в Финляндию.** Начиная с 2К22 Финляндия прекратила закупать электроэнергию из РФ. Хотя экспортные цены ощутимо выше внутренних, на финпоказателях ТГК-1 это существенно не скажется, поскольку доля экспорта в структуре общих продаж компании была относительно небольшой. К тому же средняя цена реализации электричества в ближайшие годы, по нашим подсчетам, все же продолжит расти – в основном за счет повышения цен на РСВ.
- **Завершение ДПМ-1.** Продажи мощности по ДПМ-1 в 2021 году снизились более чем в два раза до 590 МВт и до 488 МВт в 2022 году. В 2024 году по программе будет продано менее 100 МВт, а с 2026 гожа платежи полностью прекратятся. Тем не менее влияние этого обстоятельства на EBITDA ТГК-1 ограничено. По нашим прогнозам, она снизится менее чем на 8% в 2024 году, а затем возобновит рост.

РЕЗЮМЕ SBERCIB INVESTMENT RESEARCH

В секторе электрогенерации ТГК-1 обладает наибольшим потенциалом роста после Интер РАО. Мы полагаем, что ожидаемое снижение EBITDA компании в 2024 году существенно не повлияет на инвестиционную привлекательность компании. Ключевой драйвер для котировок ТГК-1 – выход Fortum из капитала. Это даст возможность возобновить выплату дивидендов. Хотя финская компания и предупреждает о рисках затягивания процесса выхода из российских активов, мы ждем, что это произойдет уже в этом году. Любые новости о прогрессе в этом вопросе могут поддержать котировки ТГК-1. В связи с недавним ростом российского рынка акций в целом и электроэнергетических компаний в частности мы понизили оценку по бумагам ТГК-1 до ДЕРЖАТЬ. Тем не менее акции компании пока отстают в динамике от большинства аналогов. Оценка акций ТГК-1 на основе дисконтирования денежных потоков и дисконтирования дивидендных выплат (вес каждого метода оценки составляет 50%) указывает на потенциал их роста около 15% относительно текущих уровней. Целевая цена на ближайшие 12 месяцев составляет 0,0112 руб. за акцию.