

Инвестиционная привлекательность ТГК-14 определяется высокой предсказуемостью денежных потоков и стабильными темпами роста выручки. Компания выигрывает в условиях дефицита электроэнергии в регионах присутствия, который со временем может усилиться, учитывая ожидаемое увеличение потребления электроэнергии в Забайкальском крае, где ТГК-14 занимала 26% рынка по выручке от реализации тепла в 2023 году. В Бурятии рыночная доля компании достигает 31%. Компания демонстрирует высокую эффективность: рентабельность по EBITDA хотя и снизилась в первом полугодии 2024 года, но осталась на высоком уровне в 14,7%, и с высокой долей вероятности вернется к уровням 16-17% по итогам года благодаря индексации тарифов и ожидаемому росту объемов реализации.

Еще одним фактором привлекательности акций ТГК-14 для инвесторов является дружественная по отношению к инвесторам политика компании: по итогам 2022 и 2023 годов на выплату дивидендов было направлено соответственно 100% и 153% чистой прибыли ТГК-14 по РСБУ.

Описание эмитента

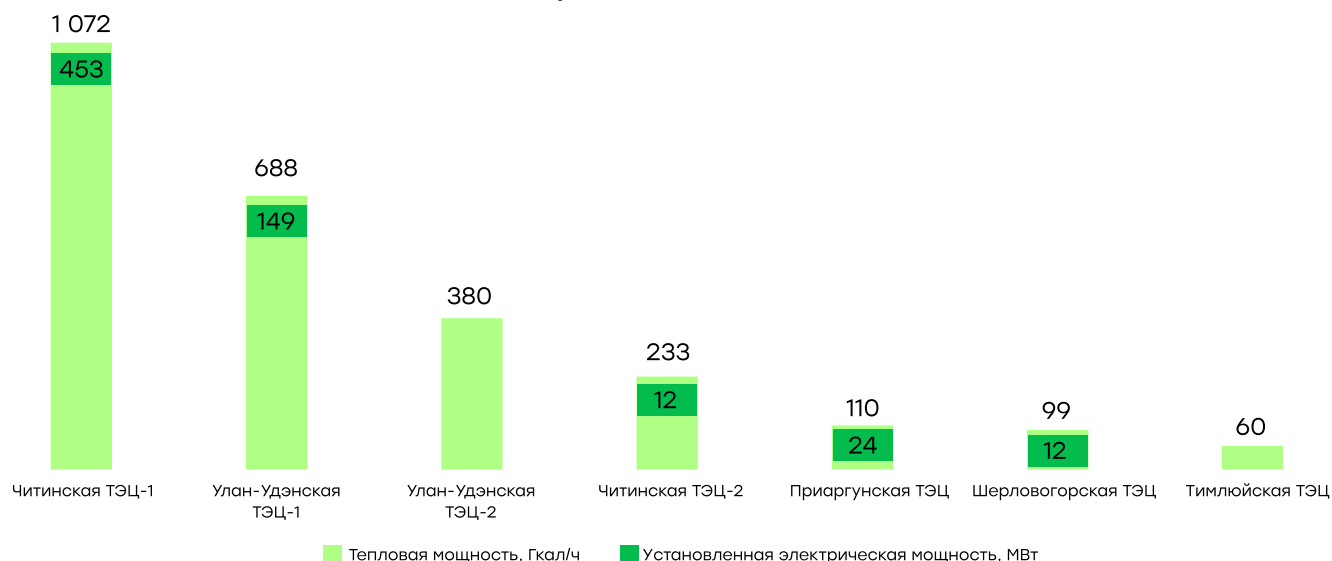
ТГК-14 (Территориальная генерирующая компания №14) – российская энергетическая компания, которая входит в группу «РАО Энергетические системы (ЭС) Востока». Основные виды деятельности – производство, передача и поставка электрической и тепловой энергии потребителям. Компания работает на территории Забайкальского края и Республики Бурятия, которые входят во вторую ценовую зону. Ценовые зоны определяются различиями в структуре генерирующего оборудования и наличием ограничений на передачу активной мощности между зонами.

Ценовые зоны электроэнергии в зависимости от субъекта Российской Федерации



Источник: Ассоциация «НП Совет рынка»

Тепловая и электрическая мощности станций ТГК-14



Источник: данные эмитента

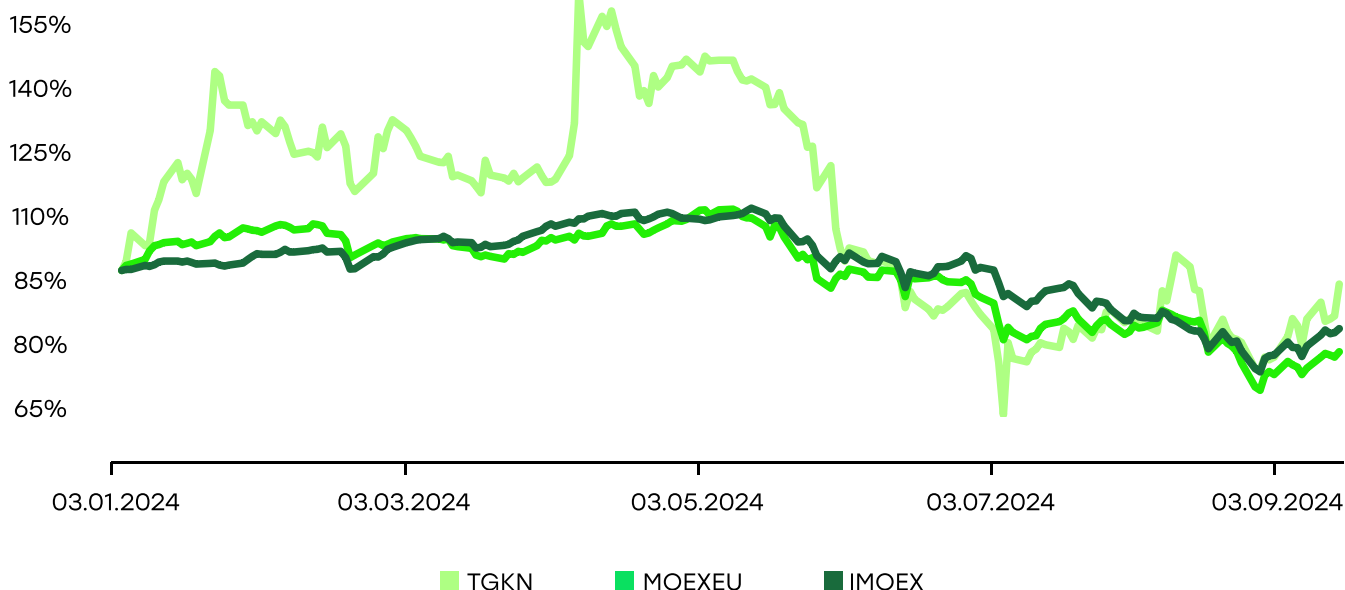
В структуру станций ТГК-14 входят семь станций и 45 котельных, общая тепловая мощность которых составляет 3065 Гкал/ч, а также 964 км тепловых сетей.

По состоянию на 30 июня 2024 года 90,64% компании принадлежит АО «Дальневосточная управляющая компания» (АО «ДУК»), которая приобрела контрольный пакет акций ТГК-14 в декабре 2021 года.

Кредитный рейтинг эмитента: «А-» (прогноз – стабильный) от НКР, «BBB+» (прогноз – стабильный) от АКРА.

С начала 2024 года котировки акций ТГК-14 снизились всего на 3% по сравнению с более заметным падением индекса МосБиржи (-11%) и отраслевого индекса электроэнергетики (-16%), демонстрируя опережающее рынок восстановление в сентябре. В 2023 году котировки акций выросли в 4,5 раза, в то время как индекс МосБиржи поднялся на 43%.

Ребазированная динамика акций ТГК-14 (TGKN), отраслевого индекса электроэнергетики (MOEXEU) и индекса МосБиржи (IMOEX), %

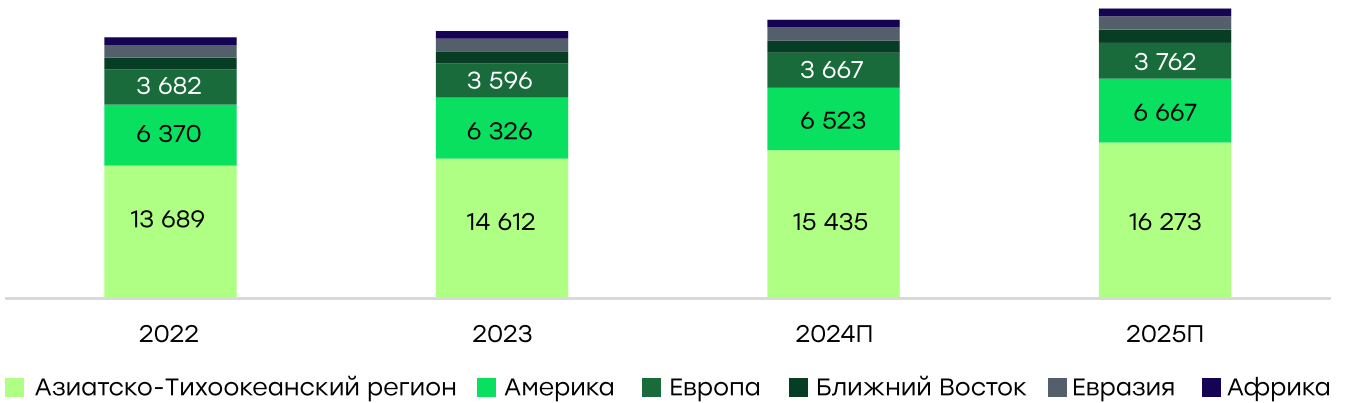


Источник: Московская биржа, расчеты «Цифра брокер»

Рынок присутствия и позиционирование компании

Более половины мирового спроса на электроэнергию приходится на страны Азиатско-Тихоокеанского региона. В то же время, на Евразию, включая Россию, приходится только около 5% от общего мирового спроса. Согласно прогнозам Международного энергетического агентства, в 2025 году спрос на электроэнергию в Евразии увеличится на 3% по сравнению с 2023 годом. Однако темпы этого роста окажутся ниже общемирового (8,4%).

Региональная разбивка спроса на электроэнергию, ТВт·ч



Источник: Международное энергетическое агентство (IEA)

В период с 2022 по 2023 год на угольные электростанции приходилось 37% в общем объеме генерации электроэнергии в мире. Тем не менее, прогнозируется, что доля угля в электроэнергетике снизится в 2024-2025 годах, и на первое место в мировой генерации выйдут возобновляемые источники энергии.

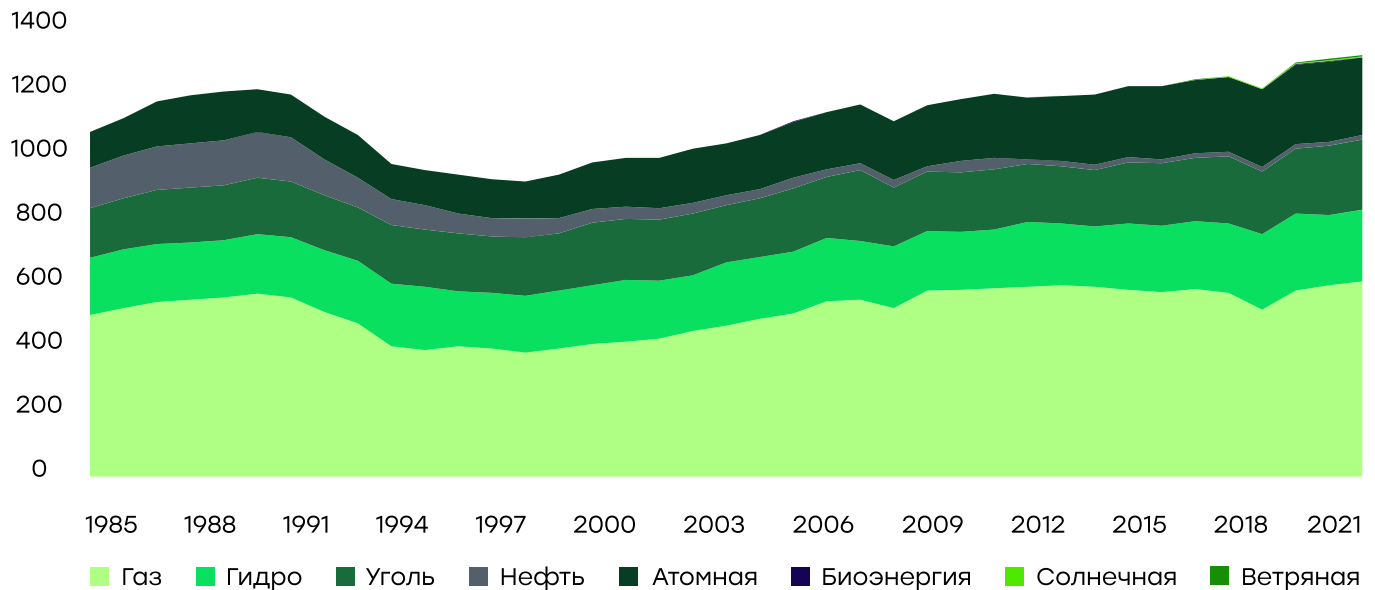
Разбивка мирового предложения электроэнергии, ТВт·ч



Источник: Международное энергетическое агентство (IEA)

В отличие от глобальной тенденции перехода к возобновляемым источникам энергии, структура производства электроэнергии в России имеет свои особенности. В 2023 году почти половина всей электроэнергии была произведена на газовых электростанциях, в то время как доля возобновляемых источников энергии, таких как ветер, солнце и биоэнергия, составила всего около 0,5%. Стоит отметить, что за последние годы значительно снизилась роль нефти в производстве электроэнергии. Если в 2000 году на нефть приходилось 4,2% в производстве электроэнергии, то в 2023 году её доля упала до 1,03%.

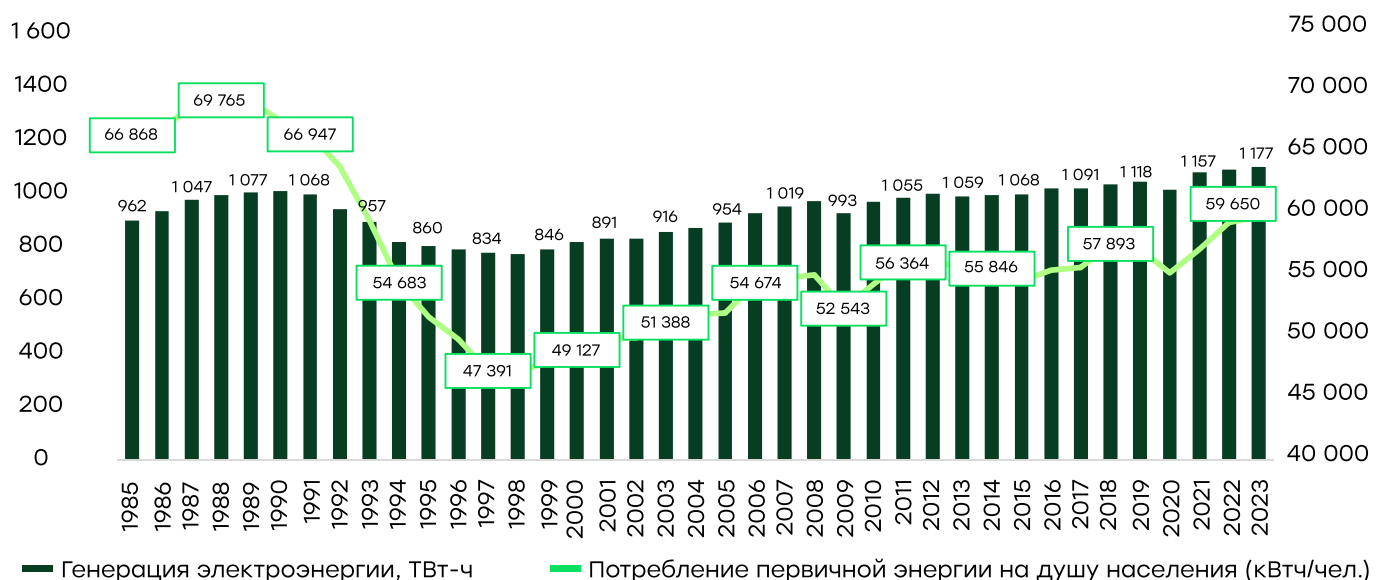
Производство электроэнергии в России по источникам, ТВт·ч



Источник: Energy Institute - Statistical Review of World Energy (2024)

Генерация электроэнергии напрямую зависит от потребления электроэнергии. За последние пять лет потребление на душу населения увеличилось на 3,9%, в то время как генерация возросла на 6,2%.

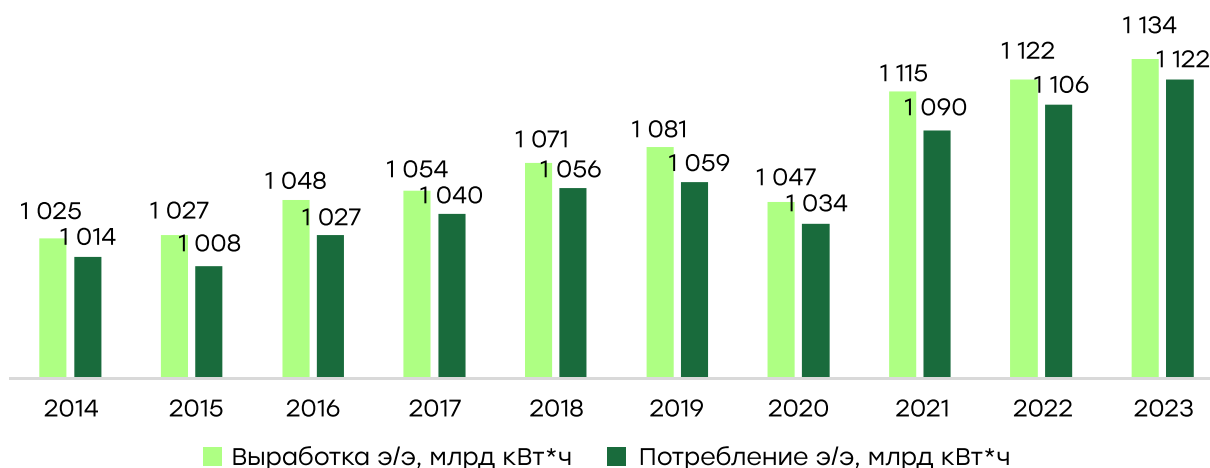
Генерация и потребление электроэнергии в России



Источник: Energy Institute - Statistical Review of World Energy (2024)

Потребление и выработка электроэнергии (э/э) растут среднегодовыми темпами на уровне 1,1%. Тем не менее, в 2020 году наблюдалось падение выработки и потребления в связи с влиянием температурного фактора. В 2020 году температура в энергосистеме повысилась на один градус по Цельсию относительно прошлого года. За первое полугодие 2024 года в России было произведено 613 млрд кВт·ч электроэнергии, что на 3,9% превышает показатели в том же периоде 2023 года. Тепловые электростанции увеличили производство на 2,9% до 393 млрд кВт·ч за полгода, в июне показатель вырос на 7,2%.

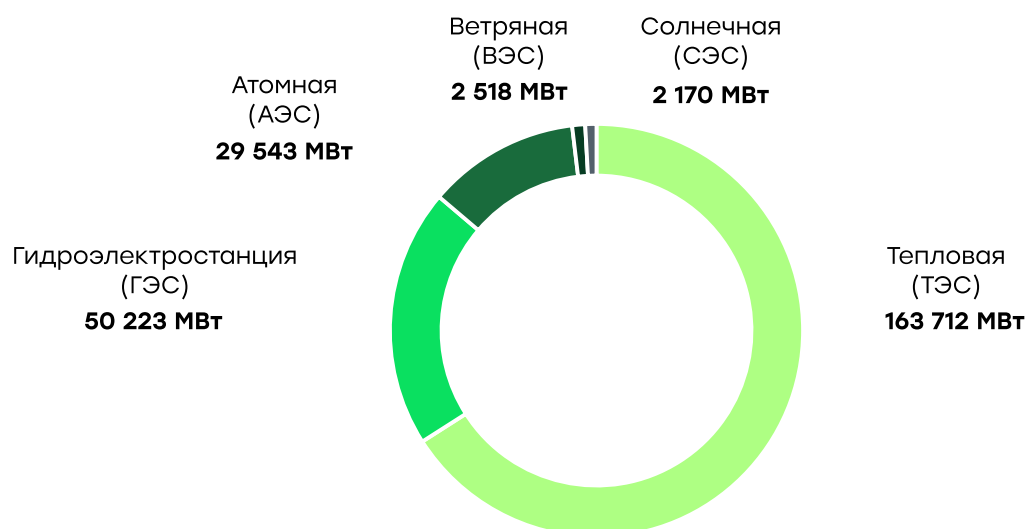
Баланс электрической энергии, млрд кВт·ч



Источник: системный оператор ЕЭС

В структуре установленной мощности электростанций России преобладают тепловые электростанции (ТЭС), которые составляют 66% от совокупной генерируемой мощности. Существенная доля также приходится на гидроэлектростанции – 20%. При этом, по мощности возобновляемые источники энергии (ВЭС и СЭС) – в меньшинстве, на них приходится только 2% в совокупности.

Структура установленной мощности электростанций России в 2023 году, МВт



Источник: системный оператор ЕЭС

Выработка электроэнергии ТГК-14 в размере 3 млрд кВт·ч в 2023 году уступает выработке других компаний.

Выработка электроэнергии по компаниям в 2023 г., млрд кВт·ч



Факторы привлекательности

• Лидерские позиции в регионах присутствия

В Забайкальском крае ТГК-14 занимает 26% рынка по выручке от реализации тепла в 2023 году, а в республике Бурятия – 31%. Планы компании включают увеличение своей доли рынка на 1 п. п. в каждом регионе, включая ежегодное увеличение полезного отпуска на 0,5%.

• Рост потребления энергии в регионах присутствия

Прогнозируется, что потребление энергии в Забайкальском крае увеличится на 32,2%, с 8,8 млрд кВт·ч в 2023 году до 11,7 млрд кВт·ч к 2026 году, а в республике Бурятия – на 37,1%, с 6,1 млрд кВт·ч до 8,4 млрд кВт·ч. В настоящее время регионы характеризуются низким среднечеловеческим потреблением электроэнергии и дефицитом электроэнергии.

• Инвестиции в развитие бизнеса

Устойчивый рост финансовых показателей позволяет компании инвестировать в два крупных проекта в рамках федеральных программ по вводу нового энергоблока на Улан-Удэнской ТЭЦ-2 и модернизации оборудования на Читинской ТЭЦ-1. Реализация этих проектов будет способствовать росту фундаментальной стоимости компании, поскольку будет задействован механизм гарантированного возврата инвестиций за счет установленной государством надбавки к тарифу.

• Переход на метод «альтернативная котельная»

Альтернативная котельная (альткотельная) обозначает систему теплоснабжения, которая работает на основе альтернативных источников энергии, таких как солнечная, ветровая или геотермальная энергия. Это альтернатива традиционным системам, работающим на угле, газе или мазуте. Альткотельная предлагает защиту от резкого повышения тарифов не через административные меры, а через более эффективные рыночные механизмы. Это означает, что при использовании данного метода внезапного повышения тарифов не произойдет. Вопрос о переходе Улан-Удэ к использованию метода «альтернативной котельной» находится в стадии рассмотрения и проработки. В Чите планируется ежегодное увеличение тарифов на уровень индекса потребительских цен плюс 3%, начиная с 1 июля 2025 года.

Риски

- Переход на возобновляемые источники энергии.
- Снижение темпов роста тарифов на тепловую энергию ниже уровня инфляции и темпов роста затрат на производство тепловой энергии.
- Географическая ограниченность.
- Дорогостоящие заемные ресурсы.
- Дефицит кадров.

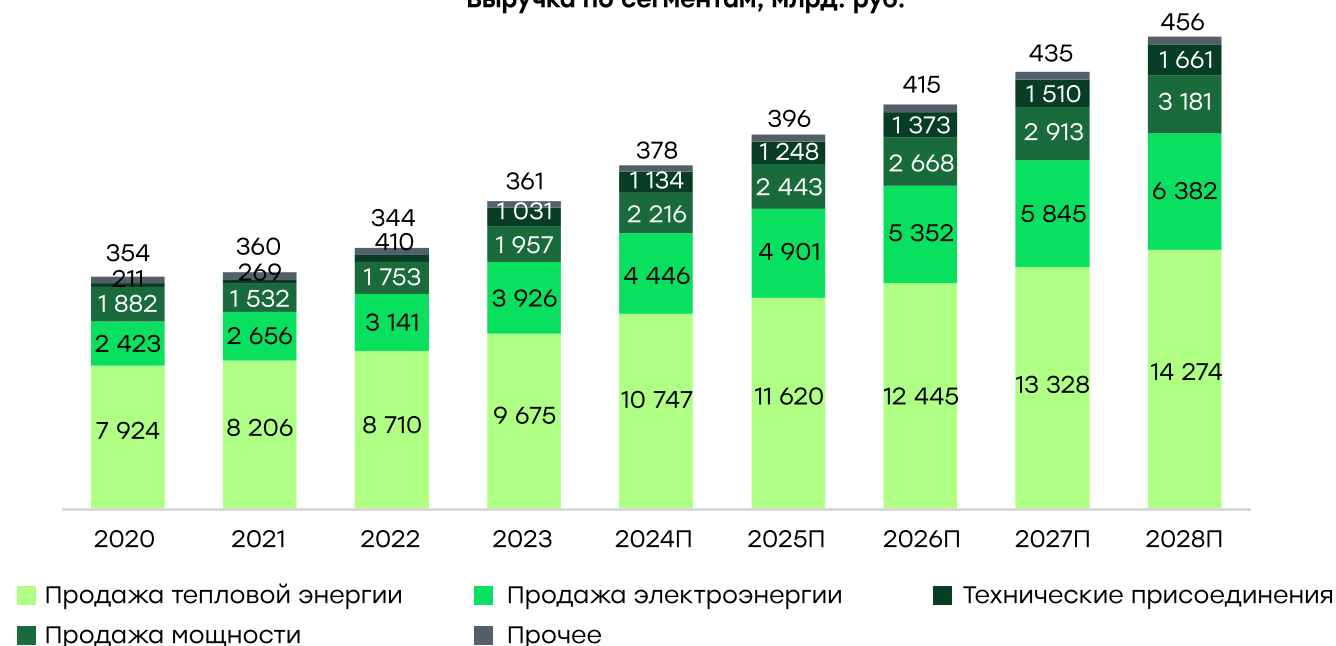
Финансовые результаты

ТГК-14 является типичным представителем сектора электроэнергетики с прогнозируемым темпом роста выручки. В период 2020-2023 гг. компания наращивала мощности со среднегодовым темпом около 5% за счет модернизации уже существующих ТЭЦ, при этом выручка демонстрировала опережающие темпы роста на уровне 10% в год, благодаря индексации тарифов и стабильному увеличению спроса на электроэнергию в условиях энергодефицита в регионах присутствия.

В 2023 году у компании значительно повысился показатель рентабельности по EBITDA – до 17,6% при историческом уровне 11-13% на фоне переноса индексации тарифов с 1 июля 2023 года на 1 декабря 2022 года, что позволило компании весь 2023 год работать с проиндексированными тарифами ЖКХ.

В I полугодии 2024 года по объектам ТГК-14 выработка электроэнергии увеличилась на 9,8% по сравнению с 2023 годом и составила 1,8 млрд кВт·ч, а объем отпуска тепла вырос на 3,9% до 3,4 млн Гкал. Совокупная выручка компании в отчетном периоде увеличилась на 11,3% до 9,5 млрд руб., выручка от реализации электроэнергии выросла на 26,9%, от продажи мощности – на 14,8%, а выручка от присоединения потребителей подскочила почти в шесть раз. Рост числа новых подключений в регионах присутствия обусловлен реализацией проектов комплексного развития территорий.

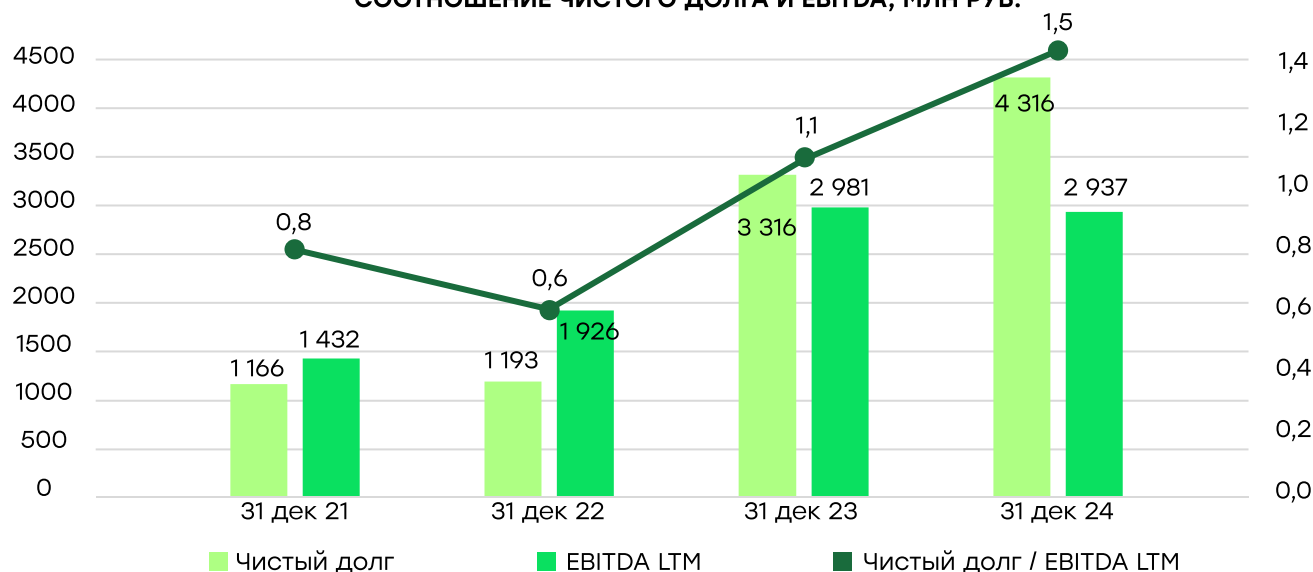
Выручка по сегментам, млрд. руб.



Источник: данные компании, расчеты и прогнозы «Цифра брокер»

EBITDA в I полугодии незначительно сократилась на 3,1% до 1,4 млрд руб., а рентабельность по EBITDA снизилась с рекордных 17,6% годом ранее до 14,7%. Чистая прибыль сократилась на 25,7% до 640,6 млн руб. Снижение прибыли произошло на фоне сохранения регулируемых цен на уровне прошлого года (государство увеличило тарифы на 9,1% с 1 июля) при росте расходов. Расходы на топливо в I полугодии увеличились на 24%, на персонал – на 15,8%, на покупную электроэнергию – на 30,3%.

Таким образом, результаты по прибыли можно считать позитивными и, что более важно, с учетом индексации тарифов и ожидаемого компанией роста объемов реализации при текущем уровне затрат можно ожидать, что показатели за II полугодие и весь 2024 год будут гораздо лучше по рентабельности. Мы полагаем, что рентабельность по EBITDA достигнет 16-17% по итогам 2024 года. У компании комфортная долговая нагрузка с коэффициентом «Чистый долг/EBITDA» на уровне 1,5х на конец I полугодия. Долгосрочные кредиты и займы в структуре долга занимают более 76% от общего объема задолженности.

СООТНОШЕНИЕ ЧИСТОГО ДОЛГА И EBITDA, МЛН РУБ.


Источник: данные компании

Показатели, млн руб., если не указано иное	2021	2022	2023	6M2024
Активы	12 458	13 391	21 861	19 155
в том числе основные средства	9 266	9 421	10 103	10 160
Капитал и резервы	6 702	4 360	7 582	6 467
Долгосрочные обязательства	1 316	1 627	7 432	7 315
Краткосрочные обязательства	4 441	7 404	6 846	5 373
Чистый долг	1 166	1 193	3 316	4 316
Выручка	13 023	14 358	16 950	9 503
EBITDA	1 432	1 926	2 981	1 394
Рентабельность по EBITDA, %	11,0%	13,4%	17,6%	14,7%
Чистая прибыль	128	564	1 569	641
Чистая рентабельность, %	1,0%	3,9%	9,3%	6,7%

Источник: данные компании

Дивиденды

Контролирующий акционер в лице АО «ДУК» ставит перед собой задачу повышения операционной эффективности и капитализации ТГК-14. По итогам 2023 года компания в значительной степени улучшила свои финансовые показатели: чистая прибыль выросла более чем в 12 раз по сравнению с 2021 годом, а чистая рентабельность повысилась с 1% до 9,3%. Вместе с тем, ТГК-14 начала выплачивать дивиденды, и рост чистой прибыли позволяет рассчитывать на высокую базу под дивиденды: на выплату акционерам было направлено 100% и 153% чистой прибыли по РСБУ по результатам 2022 и 2023 годов соответственно. По итогам I полугодия компания направила на дивиденды 619,5 млн руб., что соответствует 100% от чистой прибыли по РСБУ и 97% от чистой прибыли по МСФО.

Контролирующий акционер заинтересован в выплате дивидендов. Таким образом АО «ДУК» погашает свои долговые обязательства перед ТГК-14, реинвестируя эти средства обратно в компанию. ТГК-14 направляет их на развитие и реализацию масштабной инвестиционной программы, а миноритарные акционеры получают дивиденды.

Более того, ТГК-14 - единственная компания электроэнергетического сектора России, которая выплачивает дивиденды два раза в год. Базовая стратегия развития компании предполагает придерживаться данного сценария по распределению дивидендов в перспективе ближайших пяти лет. Дивидендная политика предполагает сумму выплат в размере не менее 50% от чистой прибыли по РСБУ, но ТГК-14 будет стремиться распределять до 100% годовой чистой прибыли.

Оценка

Мы использовали метод дисконтированных денежных потоков для оценки справедливой рыночной капитализации ТГК-14 на основе прогнозов по увеличению генерации электричества в России и согласно плану индексации тарифов на тепло- и электроэнергию. На основе наших расчетов, справедливая стоимость ТГК-14 находится в диапазоне 19-21 млрд руб., что соответствует цене за одну акцию эмитента на уровне 0,01399-0,01546 руб. и предполагает потенциал роста котировок на 21-34% от текущих значений.

Мы применили средневзвешенную стоимость капитала (WACC) в размере 23%, а долгосрочный темп роста определили на уровне таргетируемой в России инфляции 4%. Ниже приводим анализ чувствительности к ключевым допущениям:

Темпы терминального роста

		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
WACC	20%	23,4	23,9	24,4	24,9	25,4	26,0
	21%	21,9	22,3	22,7	23,1	23,6	24,1
	22%	20,5	20,8	21,2	21,6	22,0	22,4
	23%	19,3	19,6	19,9	20,2	20,5	20,9
	24%	18,2	18,4	18,7	19,0	19,3	19,6
	25%	17,2	17,4	17,6	17,9	18,1	18,4
млн руб.		2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка		18 921	20 608	22 252	24 031	25 955	
Операционная прибыль		2 239	2 400	2 754	3 187	3 697	
EBIT		2 187	2 360	2 754	3 164	3 678	
EBITDA		3 109	3 313	3 754	4 237	4 821	
Операционный денежный поток		4 856	5 416	6 127	6 933	7 886	
CapEx		1 253	1 577	1 703	1 839	1 987	
FCFF		3 603	3 838	4 424	5 094	5 899	

Источник: прогнозы и расчеты «Цифра брокер»

ООО «Цифра брокер», ОГРН 1107746963785, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, д. 15, 18 этаж, офис 18.02, далее - Компания. Данный обзор не является рекламой ценных бумаг, индивидуальной инвестиционной рекомендацией, имеет исключительно информационное значение. Упомянутые финансовые инструменты могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям), в обзоре не принимаются во внимание Ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Упомянутые показатели приведены или рассчитаны на основании публичных данных официального сайта организатора торговли, эмитентов, страниц официального раскрытия корпоративной информации. Приведенные в обзоре выводы являются профессиональным суждением специалистов Компании, не являются обещанием, гарантией или заверением, Компания не принимает на себя никакой ответственности в отношении точности и полноты приведенной информации, не несет ответственности за последствия использования приведенной информации, не рекомендует использовать обзор в качестве единственного источника при принятии инвестиционного решения. Источник информации, подлежащей раскрытию: <https://e-disclosure.ru/>