

Габбасов Роман / gabbasov@prsp.ru

ММВБ / PTC / Bloomberg	TGK1 / TGKA / TGKA RU
Количество акций [шт.]	3 854 341 416 571
Капитализация [млн USD]	1 016
EV [млн USD]	1 090
Долг [млн USD]	150
Чистый долг [млн USD]	74
Free Float [%]	22%
Текущая цена акции [USD]	0,0003
Справедливая цена [USD]	0,0006
Потенциал роста [%]	144,0%
Рекомендация	покупать

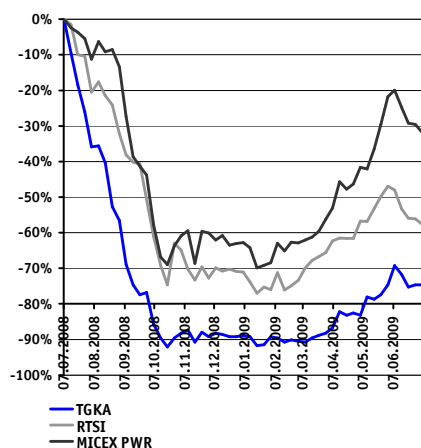
Показатель	2008	2009E	2010E
Выручка [млн USD]	1 350,6	1 284,4	1 441,6
Себестоимость [млн USD]	1 343,0	1 245,8	1 320,2
OIBITDA [млн USD]	118,2	134,0	220,0
OIBIT [млн USD]	7,6	38,6	121,4
NOPLAT [млн USD]	5,8	29,3	92,3
P/S	0,75 x	0,79 x	0,7 x
EV/EBITDA	9,22 x	8,13 x	4,95 x
Debt/EBITDA	1,27 x	1,12 x	0,68 x

Показатель	2008	2009E	2010E
Operating Income margin	1,9%	3,0%	8,4%
OIBITDA margin	10,0%	10,4%	15,3%
ROIC	0,2%	1,3%	3,7%

Показатель	2008	2009E	2010E
Установленная э/мощность [МВт]	6 279	6 433	6 518
Установленная т/мощность [тыс. Гкал/час]	14,5	14,6	14,7
Выработка э/энергии [млн кВт-ч]	13 403	14 055	14 288
Полезный отпуск э/энергии [млн кВт-ч]	24 921	25 593	25 896
Реализация э/энергии [млн кВт-ч]	28 221	28 398	28 281
Отпуск т/энергии с коллекторов [тыс. Гкал]	26 342	26 569	26 721
Полезный отпуск т/энергии [тыс. Гкал]	25 289	25 510	25 661
P/Output x 1000 [USD/kW-h]	36,0	35,8	35,9
P/Installed Capacity [USD/kW]	162	158	156
EV/Installed Capacity [USD/kW]	174	169	167

Расход топлива	2008	2009E	2010E
Газ [млн м ³]	5 817,1	6 505,6	6 848,2
Уголь [тыс. тонн]	424,4	428,2	427,4
Мазут* [тыс. тонн]	319,9	287,9	255,9
Дизтопливо* [тыс. тонн]	1,1	1,0	0,9

* - при допущении о замене к 2018 году мазута и дизтоплива газом



«ТГК-1» – присвоение рекомендации

По итогам публикации результатов финансовой отчетности за 2008 год и пересмотра финансовой модели компании мы присваиваем акциям ТГК-1 рекомендацию – ПОКУПАТЬ.

Целевая цена по акциям на 12 месяцев – \$0.0006 (0.0202 руб.). Потенциал роста курсовой стоимости – 144%.

- Выручка компании по итогам 2008 года составила 33.59 млрд рублей, что на 19% превышает аналогичный показатель прошлого года. Рост себестоимости составил также 19% до уровня 28.78 млрд рублей. Топливные издержки при этом росли опережающими темпами - рост составил 28%. Валовая прибыль компании выросла на 1% и составила 2.06 млрд рублей, а операционная прибыль снизилась относительно уровня 2007 года на 42% до 0.62 млрд рублей, в основном вследствие существенного роста резервов.
- Операционная рентабельность снизилась на 1.9 п.п. относительно аналогичного показателя 2007 года и составила 1.9%. Рентабельность по OIBITDA снизилась на 1 п.п. до 10%. Причиной негативной динамики показателей рентабельности явился опережающий рост топливных затрат в совокупности с 35%-ым приростом амортизационных отчислений, на долю которых пришлось 8.4% себестоимости.
- Эффективность деятельности компании по прежнему остается “задавленной” регулируемыми тарифами: не смотря на рост за 2008 год средневзвешенного тарифа на электроэнергию на 25%, его уровень остается одним из самых низких в секторе.
- Несмотря на существенный экономический спад, в 2008 году объем выработки электроэнергии вырос на 3.2% до уровня 26.93 млрд кВт-ч. Коэффициент использования установленной электрической мощности по компании вырос на 1.5 п.п. и достиг 48.9%. Объем производства тепловой энергии снизился относительно 2007 года на 1.5% и составил 26.34 млн Гкал.
- Низкие регулируемые тарифы на электроэнергию в настоящее время не позволяют компании продемонстрировать весь свой потенциал, обусловленный наличием масштабного рынка тепловой энергии на которую приходится более 45% реализации и значительной долей гидрогенерации.
- Благодаря гидрогенерирующим мощностям, функционированию в 1-ой ценовой зоне и расширяемой доле свободного сектора, составляющей со второго полугодия 50%, у компании есть возможность стать одним из лидеров рынка - минимальные уровни существующих тарифов компании при дальнейшей либерализации будут расти опережающими темпами относительно тарифов конкурентов.
- Степень потенциала роста рентабельности компании наглядно демонстрируется уровнем регулируемых тарифов для ГЭС “РусГидро” и “ТГК-1” установленным ФСТ на 2009 год: разница в величине тарифа на электроэнергию составляет 4.5 раза, на мощность 2.3 раза в пользу “РусГидро”.

По данным отчетности ОАО «ТГК-1» по международным стандартам за 2008 год, выручка от основной деятельности составила 33.59 млрд рублей, что на 19% превышает аналогичный показатель прошлого года. Рост себестоимости составил также 19% до уровня 28.78 млрд рублей. Топливные издержки при этом росли опережающими темпами - рост составил 28%.

Валовая прибыль компании выросла на 1% и составила 2.06 млрд рублей, а операционная прибыль снизилась относительно уровня 2007 года на 42% до 0.62 млрд рублей, в основном вследствие существенного роста резервов.

Аналитическая форма отчета о прибылях и убытках [млн руб.]

Показатель/Период	2006г.	2007г.	2007г. к 2006г.		2007г.	2008г.	2008г. к 2007г.	
Выручка от основной деятельности	21 594	28 246	6 652	31%	28 246	33 590	5 343	19%
Расходы на топливо	8 979	12 164	3 185	35%	12 164	15 546	3 382	28%
Себестоимость	18 556	24 157	5 601	30%	24 157	28 778	4 622	19%
Амортизация	1 361	2 045	684	50%	2 045	2 750	706	35%
Валовая прибыль	1 677	2 045	368	22%	2 045	2 061	16	1%
Управленческие, административные и коммерческие расходы	677	999	321	47%	999	1 034	35	3%
(Увеличение) / уменьшение резерва по сомнительным долгам	12	29	17	142%	29	404	375	1304%
Операционная прибыль	987	1 075	87	9%	1 075	623	(452)	-42%
Прочие расходы и доходы	1 288	2 421	1 132	88%	2 421	515	(1 906)	-79%
Прибыль до налога (ЕВТ)	2 276	3 495	1 220	54%	3 495	1 138	(2 358)	-67%
Доходы / (расходы) по налогу на прибыль	719	1 098	379	53%	1 098	122	(977)	-89%
Чистая прибыль	1 557	2 397	840	54%	2 397	1 016	(1 381)	-58%
Доля меньшинства	5	0	(5)	-100%	0	0	0	-
Чистая прибыль акционерам	1 562	2 397	836	54%	2 397	1 016	(1 381)	-58%

Источник: данные отчетности, расчеты ИК «Проспект»

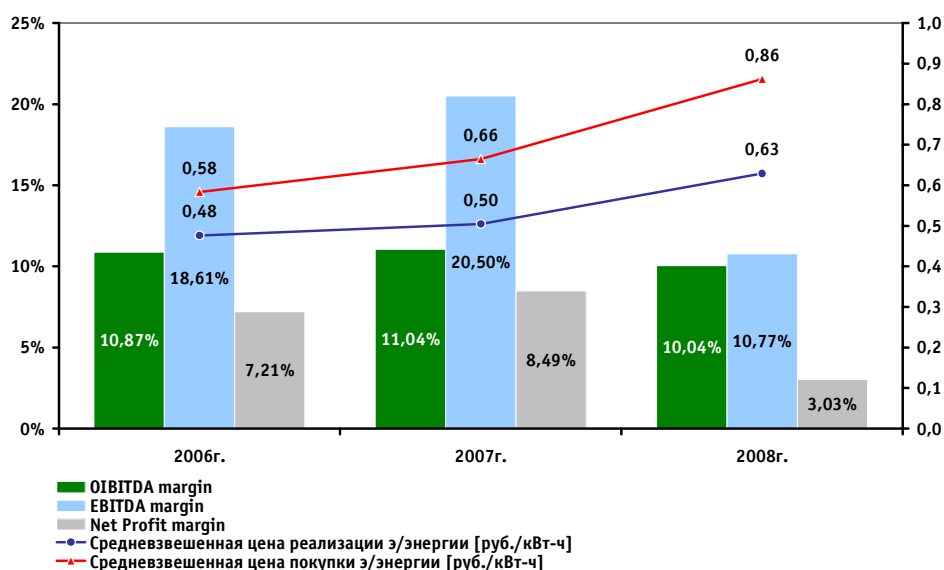
В результате операционная рентабельность компании снизилась на 1.9 п.п. относительно аналогичного показателя 2007 года и составила 1.9%. Рентабельность по OIBITDA снизилась на 1 п.п. до 10%.

Показатель/Период	2006г.	2007г.	2008г.
Gross profit margin	7,8%	7,2%	6,1%
Operating Income margin	4,6%	3,8%	1,9%
OIBITDA margin	10,9%	11,0%	10,0%
EBITDA margin	18,6%	20,5%	10,8%
EBIT margin	12,3%	13,3%	2,6%
Net Profit margin	7,2%	8,5%	3,0%

Источник: данные отчетности, расчеты ИК «Проспект»

Причиной негативной динамики показателей рентабельности явился опережающий рост топливных затрат в совокупности с 35%-ым приростом амортизационных отчислений, на долю которых пришлось 8.4% себестоимости.

Эффективность деятельности компании по прежнему остается «задавленной» регулируемым тарифами: не смотря на рост за 2008 год средневзвешенного тарифа на электроэнергию на 25% до 0.63 руб./кВт-ч, его уровень остается одним из самых низких* в секторе.



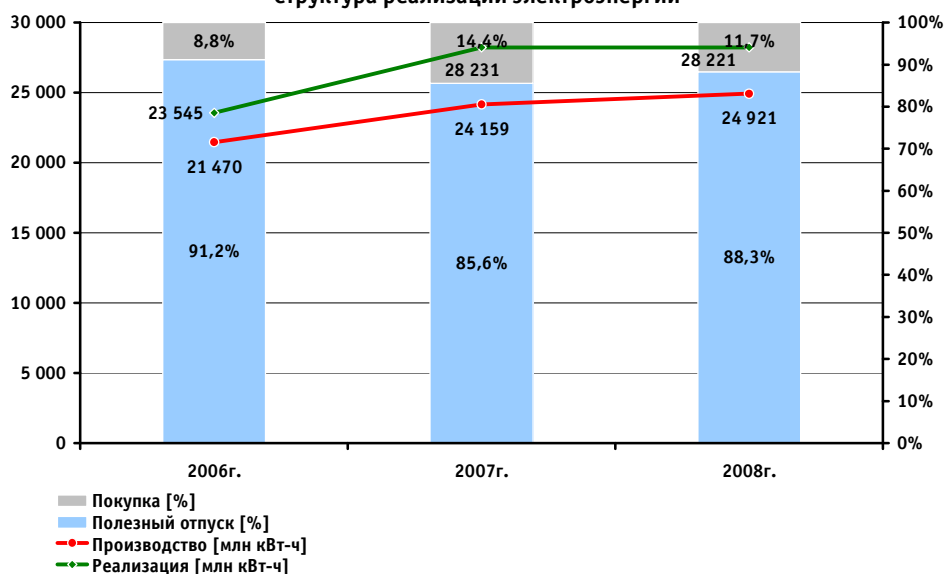
Источник: данные отчетности, расчеты ИК «Проспект»

* - сопоставимый уровень тарифа за 2008 год имеет только ОГК-4 – 0.63 руб./кВт-ч, при этом оптовая компания существенно экономит на топливе, используя попутный газ нефтяных месторождений. ТГК-1 компенсирует отсутствие данной выгоды за счет гидрогенерации и наличия рынка тепловой энергии.

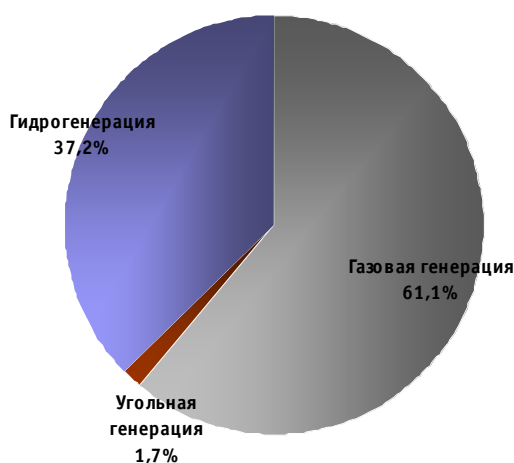
Несмотря на существенный экономический спад, в 2008 году объем выработки электроэнергии вырос на 3.2% до уровня 26.93 млрд кВт-ч. Коэффициент использования установленной электрической мощности по компании вырос на 1.5 п.п. и достиг 48.9% (44.7% и 54.0% для ТЭС и ГЭС соответственно).

Объем производства тепловой энергии снизился относительно 2007 года на 1.5% и составил 26.34 млн Гкал.

Структура реализации электроэнергии



Источник: данные отчетности, расчеты ИК «Проспект»



Источник: данные отчетности, расчеты ИК «Проспект»

Установленная мощность станций компании с учетом ОАО «Мурманская ТЭЦ» на конец 2008 года составила 6.28 ГВт (3.42 ГВт – 55% генерации на ископаемом топливе и 2.86 ГВт – 45% гидрогенерирующих мощностей), тепловая мощность – 14.55 тыс. Гкал/ч.

До окончательного согласования новых договоров на поставку мощности, наша модель оценки компании включает следующие проекты:

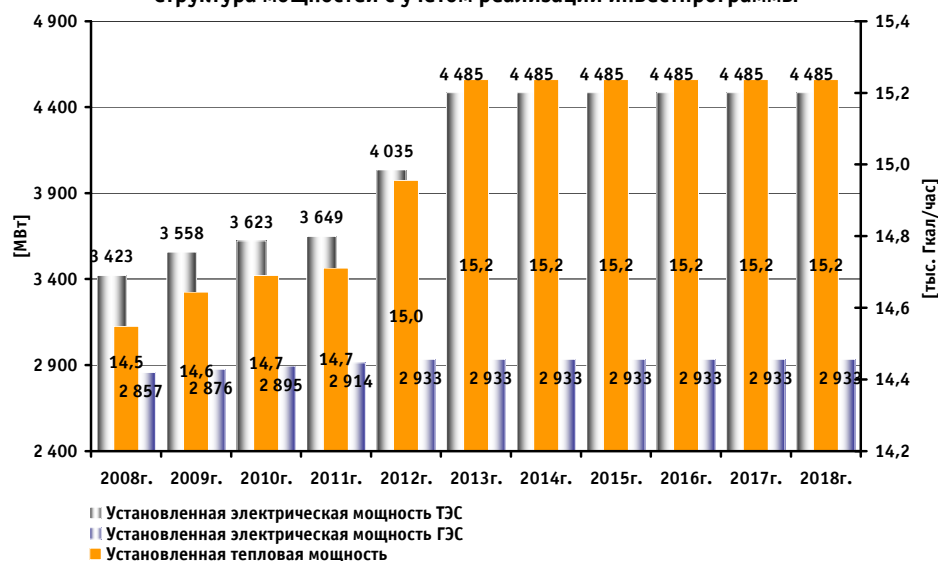
- Центральная ТЭЦ - 100 МВт в 2011 году;
- Правобережная ТЭЦ-5 - 450 МВт в 2012 году;
- Василеостровская ТЭЦ-7 – 50 МВт в 2009 году;
- Первомайская ТЭЦ-14 – по 180 МВт в 2009 и 2010 годах;
- Выборгская ТЭЦ-7 – 120 МВт в 2009 году;
- Южная ТЭЦ-22 - 450 МВт в 2013 году;
- Каскад Вуоксинских ГЭС – 240 МВт в период с 2009 по 2012 гг.

Итого, в период с 2009 по 2018 гг. заложенная в модель оценки инвестпрограмма предусматривает ввод 1770 МВт новых мощностей, из них 86% приходится на генерацию на ископаемом топливе – газе, 14% на гидрогенерацию.

Прирост установленной электрической мощности станций компании после реализации данной инвестпрограммы составит 1138.8 МВт – 18% от текущей. Объемы выбывающей мощности составят 467.5 МВт и 163.7 МВт для генерации на ископаемом топливе и гидрогенерации соответственно.

Тепловая мощность прирастет на 5% - 689 Гкал/час.

Структура мощностей с учетом реализации инвестпрограммы



Источник: данные отчетности, расчеты ИК «Проспект»

Рост тарифов на э/энергию 2009 год:

- электростанции на ископаемом топливе - на 17% - до 0.93 руб./кВт-ч;
- АЭС - на 27.1% - до 0.95 руб./кВт-ч;
- "РусГидро" - на 31.3% - до 0.78 руб./кВт-ч.

Источник: ФСТ

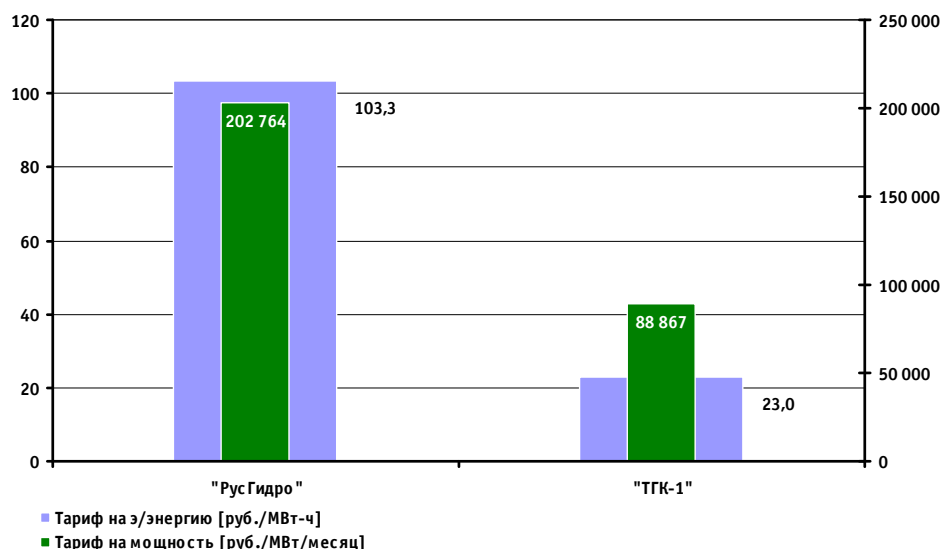
Низкие регулируемые тарифы на электроэнергию в настоящее время не позволяют компании продемонстрировать весь свой потенциал, обусловленный наличием масштабного рынка тепловой энергии на которую приходится более 45% реализации и значительной долей гидрогенерации.

Именно благодаря гидрогенерирующим мощностям и расширяемой доле свободного сектора у компании есть возможность стать одним из лидеров рынка. Минимальные уровни существующих тарифов компании при дальнейшей либерализации будут расти опережающими темпами относительно тарифов конкурентов. Степень потенциала роста рентабельности компании наглядно демонстрируется уровнем регулируемых тарифов для ГЭС «РусГидро» и «ТГК-1» установленным ФСТ на 2009 год: разница в величине тарифа на электроэнергию составляет 4.5 раза, на мощность 2.3 раза в пользу «РусГидро».

Утвержденный ФСТ тариф* для ГЭС на 2009 год

Субъект ОРЭ	На э/энергию [руб./МВт-ч]	На мощность [руб./МВт/месяц]
"РусГидро"	103,3	202 764,0
"ТГК-1"	23,0	88 866,8

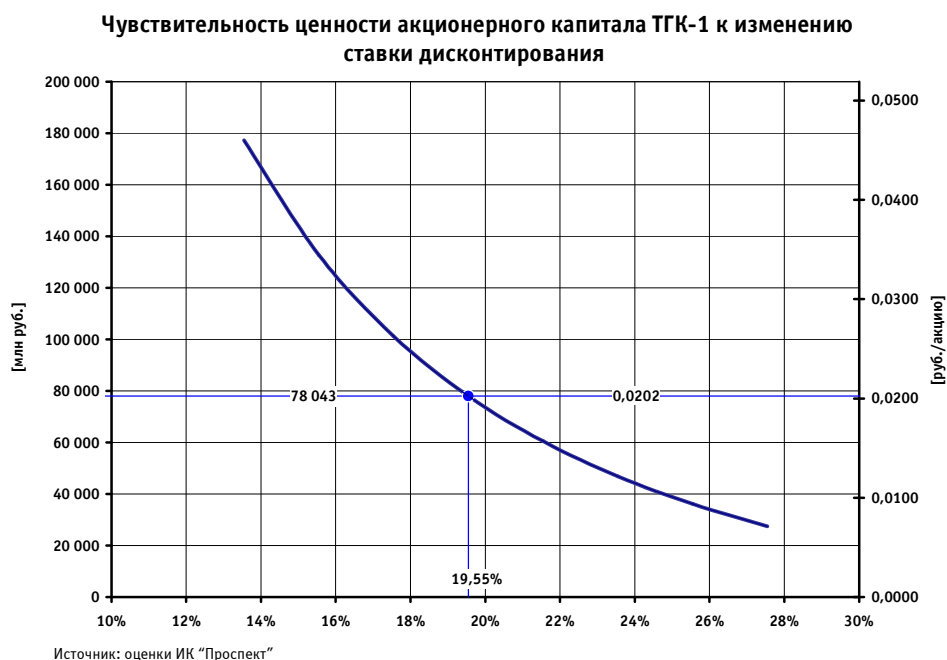
Источник: ФСТ, расчеты ИК «Проспект»



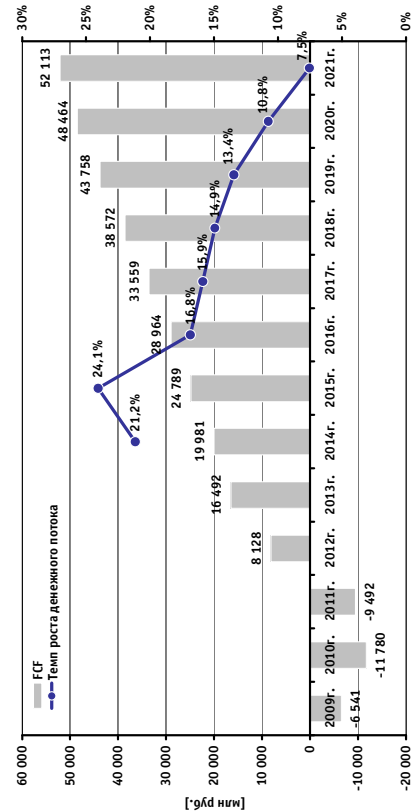
* - тариф без НДС, рассчитан как средневзвешенный тариф для ГЭС компании в соответствии с назначенным ФСТ тарифом для каждой ГЭС и структурой станционной выработки в 2008 году



По итогам пересмотра финансовой модели компании мы присваиваем акциям ТГК-1 рекомендацию – **ПОКУПАТЬ**. Целевая цена по акциям на 12 месяцев – \$0.0006 (0.0202 руб.). Потенциал роста курсовой стоимости – 144%.



Показатель [млн руб.] / Период	2009г.	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.
Установленная электрическая мощность ТЭС [МВт]	3 558	3 623	3 649	4 035	4 485	4 485	4 485	4 485	4 485	4 485
КИМ ТЭС [%]	45,10%	45,02%	45,26%	45,24%	45,86%	45,86%	45,86%	45,86%	45,86%	45,91%
Выработка электроэнергии [млн кВт-ч]	14 055	14 288	14 469	15 990	18 009	18 014	18 020	18 025	18 031	18 036
Рост выработки электроэнергии [%]	4,87%	1,65%	1,27%	10,51%	12,63%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Доля полезного отпуска электроэнергии [%]	87,09%	86,97%	86,85%	86,73%	86,61%	86,49%	86,37%	86,25%	86,13%	86,01%
Установленная электрическая мощность ГЭС [МВт]	2 876	2 895	2 914	2 933	2 933	2 933	2 933	2 933	2 933	2 933
КИМ ГЭС [%]	54,16%	54,27%	54,38%	54,48%	54,42%	54,35%	54,22%	54,16%	54,16%	54,09%
Выработка электроэнергии [млн кВт-ч]	13 644	13 764	13 882	13 998	13 982	13 965	13 949	13 932	13 915	13 899
Рост выработки электроэнергии [%]	0,89%	0,86%	0,51%	0,84%	-0,12%	-0,12%	-0,12%	-0,12%	-0,12%	-0,12%
Доля полезного отпуска электроэнергии [%]	97,86%	97,87%	97,88%	97,89%	97,89%	97,90%	97,91%	97,92%	97,93%	97,94%
Установленная тепловая мощность [тыс. т/кал/час]	14,644	14,690	14,711	14,955	15,237	15,237	15,237	15,237	15,237	15,237
Коэффициент использования тепловой мощности [%]	20,71%	20,76%	20,84%	20,92%	20,96%	21,04%	21,11%	21,18%	21,25%	21,32%
Отпуск электроэнергии с коллекторов [тыс. т/кал]	26 569	26 721	26 858	27 405	27 982	28 076	28 170	28 264	28 358	28 452
Рост выработки электроэнергии [%]	0,86%	0,57%	0,51%	2,04%	2,11%	0,34%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
Доля полезного отпуска электроэнергии [%]	96,02%	96,03%	96,05%	96,06%	96,08%	96,09%	96,11%	96,12%	96,14%	96,15%
Реализация покупной электроэнергии [млн кВт-ч]	2 805	2 384	2 027	1 723	1 464	1 245	899	764	612	512
Реализация электроэнергии [млн кВт-ч]	28 398	28 281	28 180	30 749	30 498	30 498	30 279	30 089	29 922	29 737
Реализация электроэнергии [тыс. т/кал]	25 510	25 661	25 796	26 326	26 885	26 979	27 074	27 168	27 263	27 357
Средневзвешенная цена реализации электроэнергии [руб./кВт-ч]	19,9%	20,8%	21,0%	21,6%	22,2%	22,7%	23,2%	23,7%	24,2%	24,7%
Рост цен реализации электроэнергии [%]	683,73	808,17	956,87	1 129,11	1 321,06	1 519,21	1 716,71	1 922,72	2 143,83	2 379,65
Цена реализации электроэнергии [руб./т/кал]	17,0%	18,2%	18,4%	18,0%	17,0%	15,0%	13,0%	12,0%	11,5%	11,0%
Рост цен реализации электроэнергии [%]	21,415	25,751	31,048	35,632	42,163	46,637	51,650	53,122	55,469	57,882
Выручка от реализации электроэнергии	17 442	20 738	24 684	29 725	35 516	40 987	46 478	52 237	58 447	65 101
Прочие доходы	1 204	1 204	1 325	1 509	1 585	1 656	1 722	1 791	1 863	1 938
Выручка от реализации	40 061	47 814	57 156	66 866	79 253	89 280	99 850	107 150	115 778	124 921
Расходы на топливо	19 219	22 271	25 172	29 665	34 892	36 480	38 133	39 863	41 678	43 581
Доля расходов на топливо от текущих [%]	49,5%	50,9%	51,7%	51,7%	57,1%	57,5%	57,9%	58,6%	59,1%	59,7%
Расходы по покупке электроэнергии	2 704	2 616	2 564	2 337	2 178	2 019	1 879	1 630	1 435	1 190
Средневзвешенная цена покупки электроэнергии [руб./кВт-ч]	0,96	1,10	1,27	1,36	1,49	1,78	1,81	1,88	1,95	2,03
Управление ценными бумагами и административные и коммерческие расходы	1 168	1 168	1 381	1 464	1 537	1 606	1 671	1 737	1 807	1 879
Увеличение налога на имущество	104	391	797	1 086	1 132	1 095	1 057	1 020	983	945
Амортизация	2 977	3 270	3 791	4 447	4 674	4 814	4 959	4 959	4 959	4 959
Прочие расходы	12 685	13 954	15 000	15 900	16 695	17 446	18 144	18 870	19 625	20 410
Текущие расходы	38 857	43 787	48 705	54 899	61 108	63 461	65 843	68 079	70 486	72 965
ОБВДА	4 181	7 298	12 242	16 414	22 819	30 633	38 966	44 030	50 251	56 915
ОБВТДА margin [%]	10,44%	15,26%	21,42%	24,55%	28,79%	34,31%	39,02%	41,09%	43,40%	45,56%
ОБВТ margin [%]	3,00%	8,42%	14,29%	17,90%	22,90%	28,92%	34,06%	36,46%	39,12%	41,59%
Налог на прибыль	289	967	2 028	2 872	4 355	6 197	8 162	10 870	12 469	14 249
NOPLAT	915	3 061	6 423	9 094	13 790	19 622	25 846	29 694	34 422	39 487
Амортизация	2 977	3 270	3 791	4 447	4 674	4 814	4 959	4 959	4 959	4 959
Изменение рабочего капитала	647	775	934	971	1 239	1 003	1 057	730	863	914
Капитальные вложения	9 786	17 336	21 892	27 564	4 674	4 814	4 959	4 959	4 959	4 959
НДС к возврату	-	-	3 120	3 120	3 940	1 361	-	-	-	-
Внеоборотные активы	70 899	84 964	103 065	106 182	106 182	106 182	106 182	106 182	106 182	106 182
Рабочий капитал	4 006	4 781	5 716	6 687	7 925	8 928	9 985	10 715	11 578	12 492
Инвестируемый капитал	71 177	82 326	99 263	110 825	113 488	114 608	115 638	116 532	117 328	118 217
ROIC [%]	1,29%	3,72%	6,47%	8,21%	12,15%	17,12%	22,35%	25,48%	29,34%	33,40%
FCF	- 6 541	- 11 780	- 9 492	8 128	16 492	19 981	24 789	28 964	33 559	38 572
Темп роста денежного потока в прогнозный период [%]	-	-	-	-185,62%	102,91%	21,16%	24,06%	16,84%	15,87%	14,94%
Коэффициент приведенной стоимости	1,00	0,84	0,70	0,59	0,49	0,41	0,34	0,29	0,24	0,20
Приведенная стоимость денежных потоков	- 6 541	- 9 853	- 6 642	4 757	8 074	8 183	8 492	8 299	8 044	7 734



Показатели переходного периода	2019г.	2020г.	2021г.
FCF	43 758	48 464	52 113
Темп роста денежного потока в переходный период [%]	13,44%	10,76%	7,53%
Коэффициент приведенной стоимости	0,17	0,14	0,12
Приведенная стоимость денежных потоков	7 339	6 799	6 115

WACC	19,55%
Сумма приведенных стоимостей денежных потоков	50 800
Темп роста в постпрогнозный период [%]	2%
Остаточная стоимость на конец прогнозного периода	302 907
Приведенная остаточная стоимость	35 546
Ценность инвестированного капитала	86 345
Чистый долг	2 343
Ценность собственного капитала до внесения поправок	84 002
Дефицит рабочего капитала	5 959
Ценность собственного капитала [млн руб.]	78 043
Ценность собственного капитала [млн USD]	2 478
Кол-во акций [шт.]	3 854 341 416 571
Стоимость акции [руб.]	0,0202
Стоимость акции [USD]	0,0006

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Парфенов Дмитрий

Начальник отдела / Металлургия
Доб. тел.: 6139

parfenov@prospect.com.ru

Габбасов Роман

Электроэнергетика
Доб. тел.: 6156

gabbasov@prsp.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
Доб. тел.: 6170

samarets@prsp.ru

Тычкова Ольга

Транспорт
Доб. тел.: 6114

tychkova@prospect.com.ru

Трейдинг + 7 (495) 937 3363

Лобанов Александр

Начальник отдела

lobjr@prospect.com.ru

Хмельник Михаил

hop@prospect.com.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prospect.com.ru

Гусев Николай

ngusev@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина

skat@prsp.ru

Билялов Энвер

bilyalov@prospect.com.ru

Брокерская группа «Проспект»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (095) 937 3363

Факс: +7 (095) 937 3360

www.prospect.com.ru

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

www.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Проспект».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Проспект» не допускается.