

Габбасов Роман / gabbasov@prsp.ru

ММВБ / PTC / Bloomberg	TGK1 / TGKA / TGKA RU
Количество акций [шт.]	3 854 341 416 571
Капитализация [млн USD]	1 862
EV [млн USD]	1 942
Долг [млн USD]	162
Чистый долг [млн USD]	80
Free Float [%]	22%
Текущая цена акции [USD]	0.0005
Справедливая цена [USD]	0.0008
Потенциал роста [%]	58.0%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

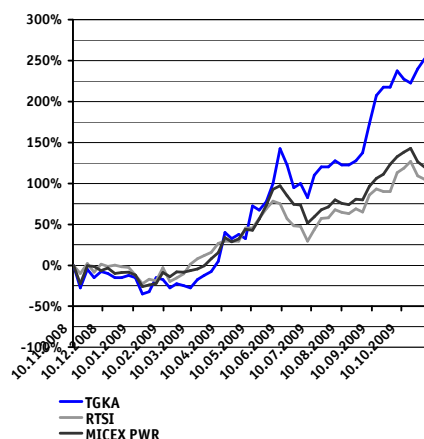
Показатель	2008	2009E	2010E
Выручка [млн USD]	1 350.6	1 284.4	1 441.6
Себестоимость [млн USD]	1 343.0	1 245.8	1 320.2
OIBITDA [млн USD]	118.2	134.0	220.0
OIBIT [млн USD]	7.6	38.6	121.4
NOPLAT [млн USD]	5.8	29.3	92.3
P/S	1.38 x	1.45 x	1.29 x
EV/EBITDA	16.43 x	14.49 x	8.83 x
Debt/EBITDA	1.37 x	1.21 x	0.73 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]	66.0	65.6	65.8
P/Installed Capacity [USD/kW]	296	289	286
EV/Installed Capacity [USD/kW]	309	302	298

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 2010 году мазута и дизтоплива газом



«ТГК-1» – изменение целевой цены

По итогам публикации результатов финансовой отчетности за 1H 2009 года и пересмотра финансовой модели компании мы повышаем целевую цену по акциям ТГК-1 на 10% - до \$0.0008 (0.0223 руб.) с сохранением прежней рекомендации - ПОКУПАТЬ.

Потенциал роста курсовой стоимости – 58%.

- Выручка компании выросла на 21% относительно аналогичного показателя за первое полугодие 2008 года – до 21.25 млрд рублей, уровень себестоимости (не включая амортизацию) снизился на 3% до 14.33 млрд. Рост выручки связан с увеличением объемов продаж энергии в натуральном выражении, повышением тарифов в регулируемом секторе и расширением сектора свободной торговли. Снижение затрат реализовано за счет экономии топлива вследствие замещения выработки ТЭЦ выработкой гидроэлектростанций.
- Как мы и прогнозировали (http://www.prsp.ru/Archives/Flashes/TGKA_090707_flash.pdf), расширение сектора свободной торговли электроэнергией для ТГК-1, как одной из эффективнейших генкомпаний на рынке РФ, сказывается в ярко выраженной благоприятной форме: прирост показателя EBITDA margin составил 17.2 п.п. до уровня 21.9% (для сравнения, величина EBITDA margin для ОГК-5 и Мосэнерго по результатам полугодия составила 12.3% и 16.7% соответственно).

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

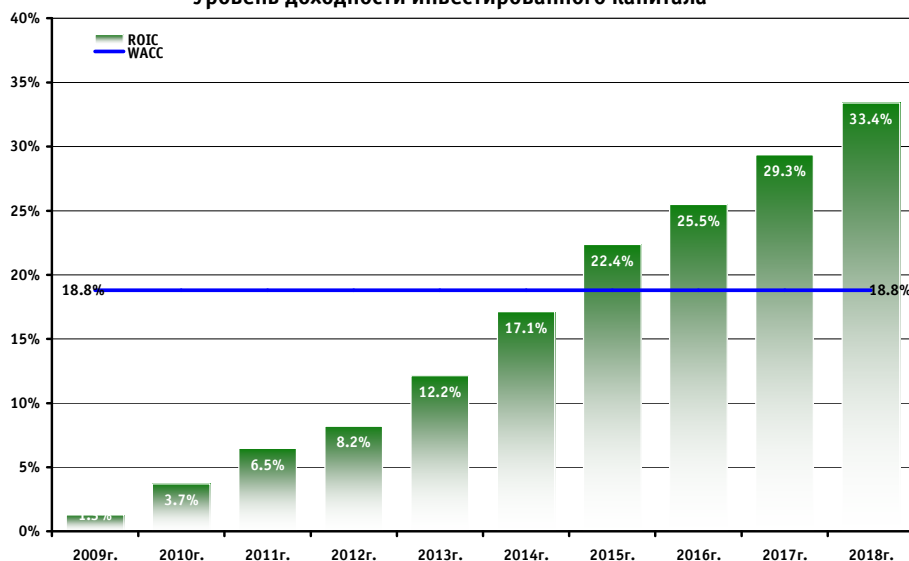
Показатель/Период	1H 2008	1H 2009	1H 2009 к 1H 2008	
Выручка от основной деятельности	17 574	21 246	3 672	21%
Себестоимость	15 331	14 933	(398)	-3%
Амортизация	1 439	1 508	69	5%
Валовая прибыль	804	4 805	4 000	497%
Управленческие, административные и коммерческие расходы	490	569	80	16%
(Увеличение) / уменьшение резерва по сомнительным долгам	0	1	1	-
Операционная прибыль	315	4 237	3 922	1246%
Прочие расходы и доходы	664	1 191	527	79%
Прибыль до налога (ЕВТ)	349	3 046	2 696	772%
Доходы / (расходы) по налогу на прибыль	58	645	587	1003%
Чистая прибыль	408	2 401	1 993	489%
Доля меньшинства	56	37	(19)	-34%
Чистая прибыль акционерам	352	2 438	2 086	593%

Анализ рентабельности

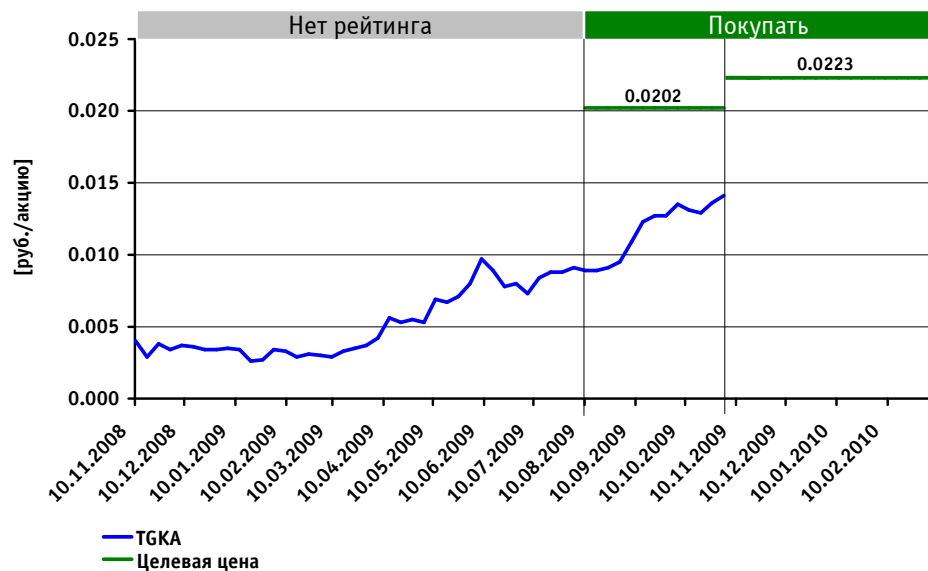
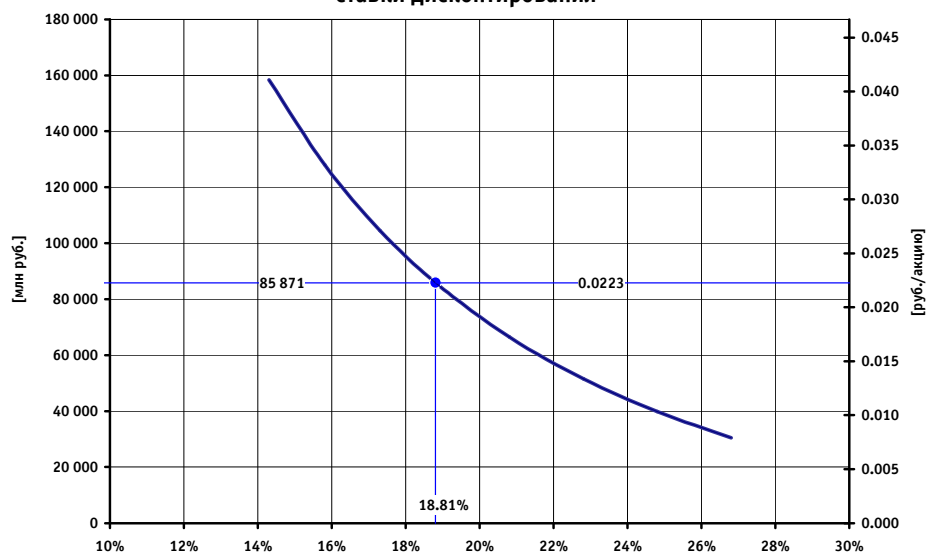
Показатель/Период	1H 2008	1H 2009
Gross profit margin	4.58%	22.62%
Operating Income margin (Return on Sales)	1.79%	19.94%
OIBITDA margin	9.98%	27.04%
EBITDA margin	4.74%	21.95%
EBIT margin	-3.44%	14.85%
Net Profit margin	-2.32%	11.30%
Net Profit to Shareholders margin	-2.00%	11.47%

- Мы оставляем без изменения свои прогнозы результатов деятельности компании за 2009 год и параметры финансовой модели, за исключением ставки дисконтирования (снижена на 74 б.п. до уровня 18.8%, как следствие улучшения ситуации на рынках капитала и снижения стоимости привлечения заемных средств до 14% в рублях).
- Результатом снижения ставки дисконтирования стало повышение уровня целевой цены акций на 10% относительно предыдущего уровня - до 0.0223 рубля за штуку. Мы сохраняем для акций ТГК-1 рекомендацию ПОКУПАТЬ, т.к. прежняя целевая цена, несмотря на рост котировальной стоимости акций компании с момента присвоения предыдущей рекомендации на 58%, не была достигнута.

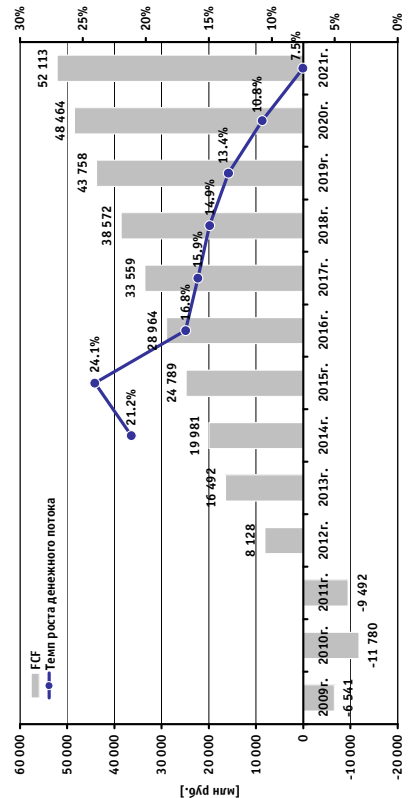
Уровень доходности инвестированного капитала



Чувствительность ценности акционерного капитала ТГК-1 к изменению ставки дисконтирования



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
КМ/ИТЭС [%]	45.10%	45.02%	45.26%	45.24%	45.84%	45.85%	45.86%	45.88%	45.89%	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
КМ/ИТЭС [%]	54.16%	54.27%	54.38%	54.48%	54.42%	54.35%	54.29%	54.22%	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%	0.88%	0.86%	0.84%	0.86%	-0.12%	-0.12%	-0.12%	-0.12%	-0.12%
Доля полезного отпуска электроэнергии [%]	97.86%	97.87%	97.88%	97.89%	97.89%	97.89%	97.90%	97.91%	97.92%	97.94%
Установленная тепловая мощность [Тис. Гкал/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%	21.04%	21.11%	21.18%	21.25%	21.32%	21.39%
Отпуск электроэнергии с коллекторов [тыс. Гкал]	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%	96.11%	96.12%	96.14%	96.15%	96.15%
Реализация покупки электроэнергии [млн кВт·ч]	2 805	2 384	2 027	1 723	1 464	1 245	1 058	899	764	612
Реализация электроэнергии [млн кВт·ч]	28 398	28 281	28 180	29 294	30 749	30 498	30 279	30 089	29 922	29 737
Реализация электроэнергии [тыс. Гкал]	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%	0.75	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Рост цены 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./Гкал]	17.0%	18.2%	18.4%	18.0%	17.0%	15.0%	13.0%	12.0%	11.5%	11.0%
Рост цены реализации электроэнергии [%]	21 415	25 751	31 048	35 632	42 153	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	1 722	1 791	1 863	1 938	1 938
Выручка от реализации	40 061	47 814	57 156	66 866	79 253	89 280	99 850	107 450	115 778	124 921
Расходы на топливо	19 219	22 271	25 172	29 665	34 892	36 480	39 863	41 678	43 581	43 581
Доля расходов на топливо от выручки [%]	49.5%	50.9%	51.7%	54.0%	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	1 730	1 630	1 490
Средневзвешенная цена покупки электроэнергии [руб./кВт·ч]	0.96	1.10	1.27	1.36	1.49	1.78	1.81	1.81	1.88	1.95
Управленческие, административные и коммерческие расходы	1 168	1 381	1 464	1 537	1 606	1 671	1 737	1 807	1 879	1 879
Увеличение налога на имущество	104	391	797	1 086	1 132	1 095	1 020	983	945	945
Амортизация	2 977	3 270	3 701	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
EBITDA	4 181	7 298	12 242	16 414	22 819	30 633	38 966	44 030	50 251	56 915
EBITDA margin [%]	10.44%	15.26%	21.42%	24.55%	28.79%	34.31%	39.02%	41.09%	43.40%	45.56%
EBIT margin [%]	3.00%	8.42%	14.79%	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	9 377	10 870	12 469
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	7 564	4 674	4 814	4 959	4 959	4 959	4 959
ЧДС к возврату	3 120	3 120	3 120	3 120	3 120	3 120	3 120	3 120	3 120	3 120
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	9 985	10 715	11 578	12 492	12 492
Инвестированный 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%	25.46%	29.34%	33.40%
FCF	-	6 541	11 780	16 492	19 981	24 789	28 964	33 559	38 572	43 406
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	0.71	0.60	0.50	0.42	0.36	0.30	0.25	0.21
Приведенная стоимость денежных потоков	6 541	9 915	6 725	4 847	8 278	8 441	8 815	8 669	8 454	8 179



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	0.18	0.15	0.13
Приведенная стоимость денежных потоков	7 810	7 281	6 589
WACC	18.81%		
Сумма приведенных стоимостей денежных потоков	54 182		
Темп роста в постпрогнозный период [%]	2%		
Остаточная стоимость на конец прогнозного периода	316 272		
Приведенная остаточная стоимость	39 991		
Ценность инвестированного капитала	94 173		
Чистый долг	2 343		
Ценность собственного капитала до внесения поправок	91 830		
Дефицит рабочего капитала	5 959		
Ценность собственного капитала	85 871		
Ценность собственного капитала	2 942		
Кол-во акций [шт.]	3 854 341 416 571		
Стоимость акции [руб.]	0.0223		
Стоимость акции [USD]	0.0008		

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Потавин Александр

Начальник отдела
тел.: +7 (495) 933-32-34
доб. тел.: 6188
potavin@itininvest.ru

Парфенов Дмитрий

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

Солодин Дмитрий

Технический анализ
тел.: +7 (495) 933-32-34
solodin@itininvest.ru

Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки
тел.: +7 (495) 933-32-34
egishynts@itininvest.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.