

Федеральная Сетевая Компания

Тихая гавань в электроэнергетике

Цель: 1,79 цента (+56%), ПОКУПАТЬ

Аналитик: Алексей Мартьянов
Эл. почта: AMartyanov@veles-capital.ru

Ключевые моменты

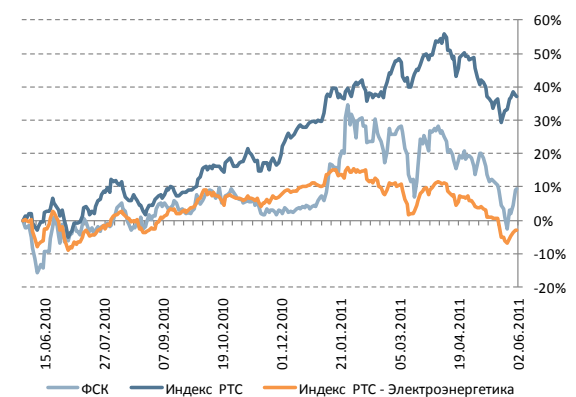
- С 2010 г. состоялся переход ФСК на RAB, компания раскрыла отчетность по МСФО за 2010 г., а в апреле для компании были утверждены параметры сглаживания тарифа на первый долгосрочный период регулирования.
- Основным источником выручки ФСК является плата за передачу электроэнергии, взимаемую в соответствии с утверждаемым ФТС тарифом и рассчитываемым на основе метода возврата инвестированного капитала (RAB). Данная тарификация во многом превращает акции компании в квази-долговой инструмент.
- Из-за резкого роста цен на электроэнергию в начале года, правительство с февраля стало предпринимать меры по сдерживанию тарифов для конечных потребителей, которые сократили выручку энергокомпаний, снизили привлекательность сектора и привели к драматическому падению котировок электроэнергетических бумаг. На сегодняшний день ожидается принятие достаточно жестких решений по распределительным сетям, сохраняется неопределенность с генерирующими компаниями, из-за возможного снижения их выручки посредством регулирования рынка мощности. На этом фоне ФСК выглядит наиболее безопасной инвестицией в секторе, т.к. для снижения конечных тарифов правительство лишь воспользовалась механизмом сглаживания, подразумевающим выемку части выручки (3% от выручки в 2011 г.) в ближайшие годы, и их возврата в последние годы регуляционного периода (индексированные на норму доходности). В дальнейшем сохраняется вероятность пересмотров параметров сглаживания, но из-за малой доли ФСК в счете конечного потребителя (~5%), мы оцениваем ее как весьма низкую.
- Компания продемонстрировала хорошие результаты в 2010 г., показав снижение подконтрольных операционных расходов на 8%. При этом в последующие годы через тариф будут полностью возмещаться операционные расходы, исходя из ранее заложенного 2% темпа снижения.

В 2012-2013 г.г. ожидается приватизация 4,1% госпакета компании. Мы полагаем, что накануне продажи государство создаст позитивный новостной фон для реализации акций по цене не ниже 50 коп., неоднократно называемой представителями власти в качестве нижней границы.

Мы переоценили компанию методом дисконтирования свободных денежных потоков, учитывая данные последней отчетности, обновленную инвестиционную программу и параметры вводимого сглаживания. В итоге мы получили справедливую стоимость акции в 1,79 цента, что соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ» (прежняя цена 1,41 цента, «ПОКУПАТЬ»)

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса РТС



Акционеры



Информация о компании

Тикер	FEES
Цена обыкновенных акции, центов	1,25
Мин./макс. цена акции за 52 недели, центов	0,95 / 1,52
Справедливая цена акции на конец 2011 г., центов	1,79
Потенциал роста (об.), %	43,4
Всего обыкновенных акций на конец 2011 г., млн шт.	1 255 948
Рыночная капитализация, млн долл.	15 661
EV, млн долл.	15 420

Финансовые показатели и коэффициенты, млн долл.

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка	3 728	4 696	6 082	7 613
ЕБИТДА	1 830	2 454	3 650	6 190
Чистая прибыль	671	1 243	1 738	3 662
Норма ЕБИТДА, %	49	52	60	81
Норма чистой прибыли, %	18	26	29	48
EV / Sales	4,1	3,3	2,5	2,0
EV / ЕБИТДА	8,4	6,3	4,2	2,5
P / E	23,3	12,6	9,0	4,3
ROE, %	2,3	4,1	5,6	7,3
ROIC, %	2,2	3,7	5,1	6,4

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2011г.



Финансовая модель и оценка компании, млн долл.

	2010	2011П	2012П	2013П		2010	2011П	2012П	2013П				
Отчет о прибылях и убытках					WACC								
Выручка	3 728	4 696	6 082	7 613	Безрисковая ставка, %		5,5	5,3	5,1				
Операционные расходы (без амортизации)	(1 898)	(2 242)	(2 432)	(2 659)	Систематический риск рынка акций, %		5,0	5,0	5,0				
ЕБИТДА	1 830	2 454	3 650	6 190	Beta leveraged		1,3	1,4	1,4				
Амортизация	(993)	(759)	(1 027)	(1 236)	Специфический риск риск компании (ао), %		3,6	3,6	3,6				
ЕБИТ	837	1 694	2 623	4 954	Стоимость акционерного капитала (ао), %		15,5	15,7	15,6				
Разовые статьи	(235)	0	0	0	Специфический риск компании (долг), %		1,0	1,0	1,0				
Процентные расходы	(20)	(127)	(442)	(681)	Премия за финансовое состояние, %		0,3	0,4	0,5				
Неоперационные доходы/расходы	64	14	0	0	Стоимость долга, %		6,8	6,7	6,6				
Прибыль до налогообложения	881	1 580	2 181	4 273	Налог на прибыль, %		20,0	20,0	20,0				
Налог на прибыль	(189)	(331)	(444)	(611)	WACC, %		12,7	12,2	11,7				
Доля меньшинства	(21)	(7)	0	0	Свободный денежный поток								
Чистая прибыль	671	1 243	1 738	3 662	НОРАТ	1 217	983	1 441	2 195				
Баланс					Амортизация	551	990	754	1 017				
Долгосрочные активы	28 824	35 075	39 478	44 843	Капитальные затраты	(2 991)	(5 605)	(6 840)	(6 003)				
Основные средства и нематериальные активы	27 854	34 102	38 522	43 889	Изменение чистого оборотного капитала	1 866	(716)	(262)	(377)				
Прочие долгосрочные активы	969	973	957	954	Свободный денежный поток	642	(4 348)	(4 907)	(3 169)				
Краткосрочные активы	6 243	6 562	7 510	8 702	Ставка дисконтирования, %		12,7	12,2	11,7				
Оборотные активы	5 649	6 376	7 279	8 401	Коэффициент дисконтирования		1,00	0,89	0,80				
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	Дисконтированный свободный денежный поток		(4 348)	(4 374)	(2 529)				
Денежные средства	595	186	231	301	Оценка стоимости обыкновенных акций								
Итого активы	35 067	41 638	46 988	53 545	Ставка роста в постпрогнозный период, %		3,0						
Средства акционеров	28 603	29 964	31 090	33 275	Дисконтированная сумма денежного потока (+)		-2 631						
Акционерный капитал	28 572	29 926	31 052	33 237	Дисконтированная продленная стоимость (+)		23 869						
Доля меньшинства	31	38	37	37	Стоимость бизнеса компании		21 238						
Долгосрочные обязательства	4 515	9 276	12 909	16 574	Стоимость чистого долга (-)		1 283						
Долгосрочные займы	1 636	6 385	10 067	13 740	Доля миноритарных акционеров (-)		31						
Прочие долгосрочные обязательства	2 879	2 890	2 842	2 834	Стоимость финансовых вложений (+)		2 477						
Краткосрочные обязательства	1 949	2 398	2 990	3 696	Стоимость акционерного капитала		22 463						
Краткосрочные займы	242	243	239	238	Фундаментальная стоимость ао, долл.		0,018						
Оборотные обязательства	1 708	2 156	2 751	3 458	Чувствительность оценки, %								
Итого обязательства и средства акционеров	35 067	41 638	46 988	53 545	WACC		-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Движение денежных средств					TGR	1,0	54,3	21,0	-4,2	-23,8	-39,3	-51,9	-62,3
Основная деятельность	1 758	1 826	2 420	3 252	2,0	83,5	40,9	10,1	-13,3	-31,4	-45,8	-57,5	
Чистая прибыль	605	1 323	1 774	2 444	3,0	125,4	68,1	28,6	0,0	-21,6	-38,4	-51,8	
Амортизация	993	759	1 027	1 236	4,0	190,6	107,0	53,8	17,3	-9,3	-29,3	-44,9	
Изменение оборотного капитала	(719)	(263)	(381)	(428)	5,0	305,8	167,5	90,0	40,7	6,8	-17,8	-36,4	
Прочее	879	7	0	0	Рыночные мультипликаторы, 1x								
Инвестиционная деятельность	(4 179)	(6 885)	(6 061)	(6 710)	EV / Sales		4,1	3,3	2,5	2,0			
Приобретение внеоборотных активов	(4 636)	(6 885)	(6 061)	(6 710)	EV / EBITDA		8,4	6,3	4,2	2,5			
Приобретение/продажа дочерних компаний	0	0	0	0	EV / EBIT		18,4	9,1	5,9	3,1			
Прочее	457	0	0	0	P / E		23,3	12,6	9,0	4,3			
Финансовая деятельность	1 759	4 649	3 690	3 528	P / BV		0,5	0,5	0,5	0,5			
Изменение долга	1 414	4 734	3 821	3 703	EV / FCF		24,0	отр.	отр.	отр.			
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	0	(85)	(131)	(176)									
Прочее	344	0	0	0									
Изменение денежных средств	(662)	(410)	49	70									
Коэффициенты													
Рентабельность EBITDA, %	49,1	52,3	60,0	65,3									
Рентабельность чистой прибыли, %	18,0	26,5	28,6	32,1									
EBITDA / процентные расходы, 1x	89,9	19,2	8,3	7,3									
Инвестиции / выручка, %	124,4	146,6	99,7	88,1									
ROE, %	2,3	4,1	5,6	7,3									
ROI, %	2,2	3,7	5,1	6,4									
Долг/EBITDA	1,0	2,7	2,8	2,8									
Чистый долг/EBITDA	0,7	2,6	2,8	2,8									
Долг/собственный капитал	0,1	0,2	0,3	0,4									

* В отчетности консолидированы сбытовые активы, которые в последствии будут переданы Интер PAO

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



Сравнительный анализ

Компания	Страна	Рын. кап., EV, млн.		P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
		млн. долл.	долл.	'10	'11п	'12п	'10	'11п	'12п	'10	'11п	'12п
МАГИСТРАЛЬНЫЕ СЕТИ												
ФСК	Россия	15 661	15 420	23,3	12,6	9,0	8,4	6,3	4,2	4,1	3,3	2,5
National Grid PLC	Великобритания	34 180	66 122	15,4	11,7	11,1	9,6	8,0	7,6	3,0	2,6	2,5
Terna Rete Elettrica Nazionale SpA	Италия	9 921	16 511	12,2	15,9	16,4	10,7	9,6	9,4	8,1	7,1	7,0
Red Electrica Corp SA	Испания	8 162	15 582	15,8	12,4	11,3	11,6	9,5	8,7	8,3	6,6	6,1
Elia System Operator SA/NV	Бельгия	2 702	6 113	5,1	15,1	14,9	6,8	9,5	9,3	4,9	3,3	3,2
ITC Holdings Corp	США	3 617	6 067	24,8	21,4	17,1	13,7	12,1	10,2	8,7	7,9	7,0
United Utilities Group PLC	Великобритания	6 870	14 996	10,7	15,9	14,2	8,1	9,4	8,9	3,9	5,7	5,5
Среднее по развитым рынкам				13,8	15,5	14,5	10,1	9,5	9,1	6,5	6,2	5,8
Cia de Transporte de Energia Electrica	Аргентина	133	265	22,4	22,8	16,0	4,9	4,6	4,6	1,8	1,5	1,4
Transelectrica SA	Румыния	594	909	18,1	12,9	10,5	6,3	5,7	5,0	1,1	1,0	0,9
Cia de Transmissao de Energia Electrica Paulista	Бразилия	5 156	6 129	11,2	10,0	9,7	9,4	6,6	5,9	4,8	5,4	4,8
Interconexion Electrica SA	Колумбия	8 051	8 892	44,4	39,7	35,8	8,2	6,2	5,8	5,2	4,4	4,1
Среднее по развивающимся рынкам				20,3	17,9	13,2	7,3	6,0	5,4	3,3	2,9	2,8
РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНЫЕ СЕТИ												
Холдинг МРСК	Россия	5 691	14 065	7,4	* 5,7	3,8	4,0	* 3,3	2,5	0,8	* 0,6	0,5
МРСК Центра	Россия	1 555	2 083	9,3	4,5	3,3	4,9	3,2	2,3	1,0	0,8	0,7
МРСК Северо-Запада	Россия	454	570	отр.	8,4	6,1	7,2	3,3	2,7	0,6	0,5	0,4
МРСК Урала	Россия	803	990	14,9	* 7,2	4,5	4,9	* 3,5	2,6	0,8	* 0,6	0,5
МРСК Сибири	Россия	645	863	16,7	* отр.	8,6	5,8	* 8,5	3,3	0,7	* 0,6	0,4
МРСК Центра и Приволжья	Россия	924	1 330	33,6	5,8	3,0	6,8	3,3	2,2	0,7	0,6	0,5
МРСК Юга	Россия	218	671	отр.	5,2	2,7	4,8	3,6	2,7	0,9	0,7	0,6
МРСК Северного Кавказа	Россия	124	157	6,1	6,6	2,7	2,3	* 1,9	1,2	0,5	0,3	0,3
МРСК Урала	Россия	803	990	14,9	* 7,2	4,5	4,9	* 3,5	2,6	0,8	* 0,6	0,5
Ленэнерго	Россия	650	1 106	4,2	5,4	3,8	3,4	* 2,7	2,0	1,2	0,8	0,7
Среднее по компаниям				12,1	5,8	3,8	4,9	3,3	2,5	0,8	0,6	0,5
Aksu Enerji ve Ticaret AS	Турция	26	22	16,3	11,5	н/д	18,2	16,2	н/д	11,8	12,0	н/д
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao P	Бразилия	н/д	4 005	н/д	н/д	н/д	2,9	4,0	4,1	0,7	0,7	0,7
Equatorial Energia SA	Бразилия	810	1 327	7,5	7,0	5,9	4,7	4,5	4,1	1,3	1,3	1,2
Light SA	Бразилия	3 497	4 809	12,9	10,0	8,3	7,8	5,4	4,7	1,4	1,2	1,1
Luz del Sur SAA	Перу	1 156	1 355	11,1	н/д	н/д	7,3	н/д	н/д	2,4	н/д	н/д
Transelectrica SA	Румыния	594	909	18,1	12,9	10,5	6,3	5,7	5,0	1,1	1,0	0,9
SP AusNet	Австралия	2 758	8 930	15,5	10,9	10,4	13,5	9,4	8,8	8,3	5,5	5,2
Pampa Energia SA	Аргентина	814	1 998	отр.	12,6	7,0	12,4	6,0	4,7	1,6	1,4	1,2
Среднее по международным компаниям				15,5	11,2	8,3	7,8	5,7	4,7	1,6	1,3	1,2



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2011 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент операций на рынке акций

Александр Антипов
Руководитель департамента
AAntipov@veles-capital.ru

Игорь Волков
Сейлз-трейдер
IVolkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP клиентами

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Управление анализа рынка акций

Илья Федотов
Начальник управления, телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Алексей Мартьянов
Электроэнергетика
AMartyanov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ
VTanurkov@veles-capital.ru

Управление доверительных операций

Бейшен Исаев
начальник управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua