

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

**FTS International (FTSI)**

 Потенциал роста: **20-25%**

 Целевая цена по мультипликаторам: **\$22,5**

 Диапазон размещения: **\$15-18**
**РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Нефтесервисные услуги

обзор перед IPO

## IPO FTS International: разрывая «пласт»...



|                                |             |
|--------------------------------|-------------|
| Выручка, 2016 (млн USD)        | <b>532</b>  |
| EBIT, 2016 (млн USD)           | <b>-154</b> |
| Чистая прибыль, 2016 (млн USD) | <b>-189</b> |
| Чистый долг (млн USD)          | <b>697</b>  |

|                      |            |
|----------------------|------------|
| P/E, 2016 (x)        | —          |
| P/BV, 2016 (x)       | —          |
| EV/S, 2016 (x)       | —          |
| ROA, 9M17 (%)        | <b>13%</b> |
| ROIC, 9M17 (%)       | <b>55%</b> |
| ROE, 9M17 (%)        | —          |
| Маржа EBIT, 9M17 (%) | <b>17%</b> |

|                              |              |
|------------------------------|--------------|
| Капитализация IPO (млрд USD) | <b>1 756</b> |
| Акции после IPO (млн шт)     | <b>106,4</b> |
| Акции к размещению (млн шт)  | <b>15,2</b>  |
| Объем IPO, (млрд USD)        | <b>250</b>   |
| Диапазон IPO (USD)           | <b>15-18</b> |
| Дата IPO                     | <b>1 фев</b> |
| Потенциал роста (%)          | —            |

 Динамика акций | биржа/тикер **NYSE/FTSI**

| Доходность (%) | 3-мес | 6-мес | 12-мес |
|----------------|-------|-------|--------|
| Абсолютная     | —     | —     | —      |
| vs S&P 500     | —     | —     | —      |

**Абдикаримов Ерлан**

 Директор Департамента финансового анализа  
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz


**1 февраля на NYSE состоится IPO одного из крупнейших поставщиков услуг гидравлического разрыва пласта в Северной Америке. Объем размещения составит \$250 млн.**

**Резкий рост выручки и выход в прибыльность.** За 9 месяцев 2017 года компания нарастила выручку более чем в 2,6 раз на фоне восстановления буровой активности в США после спада в 2014-2015 гг. При этом несмотря на чистый долг в 998 млн, компания резко наращивает прибыльность оптимизируя расходы. Маржа EBITDA за 9 месяцев 2017 года составила 24%.

**Потенциал рынка ГПП – 29 млрд к 2021 году.** По данным Research and Markets рынок перекачивающих насосов в Северной Америке вырастет с CAGR на 2,6% с 2016 года по 2021 год. К 2021 году рынок североамериканских перекачивающих насосов достигнет \$29,94 млрд. Североамериканские службы перекачки широко используются в службах ГПП и цементирования в сланцевой индустрии в регионе.

**Хороший «аппетит» рынка к IPO нефтесервисных компаний.** IPO Liberty Oilfield Services (тикер LBRT), которая предоставляет услуги по ГПП для производителей сланца, вышла на IPO 12 января и привлекла \$160 млн. Сейчас акции компании прибавляют 33% к цене размещения. ETF VanEck Vectors Oil Services на 27% с сентября 2017 года.

**Связь маржи EBITDA и мультипликаторов EV/S компаний нефтесервисной индустрии дает оценку FTSI в \$2,5 млрд (32% потенциала к цене IPO).** Исходя из маржи EBITDA FTSI в 24% за 9 месяцев 2017 года и проецируемого из «уровня отрасли» справедливого мультипликатора EV/S в 2,83x мы выходим на оценку EV компании в \$3,2 млрд. Учитывая чистый долг и поступления от IPO мы выходим на оценку собственного капитала в 2,5 млрд что на 32% выше верхней границы оценки IPO в \$1,9 млрд. **Мы видим апсайд как минимум свыше 25% исходя из рыночных ожиданий по подписке этого IPO.**

## FTS International: финансовая отчетность

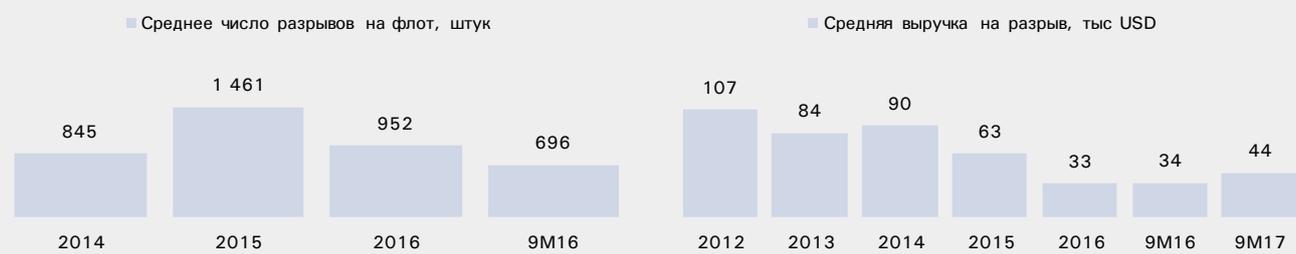
| Отчет о прибыли, млн USD              | 2015           | 2016         | 9M17         | 12M          | Балансовый отчет, млн USD               | 2015         | 2016           | 9M17         |
|---------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|---|--------------|----------------|--------------|
| <b>Выручка</b>                        | <b>1 375</b>   | <b>532</b>   | <b>1 007</b> | <b>1 160</b> | Наличность                              | 265          | 160            | 194          |
| Себестоимость                         | 1 258          | 511          | 710          | 851          | Дебиторская задолженность               | 105          | 77             | 261          |
| <b>Валовая прибыль</b>                | <b>117</b>     | <b>22</b>    | <b>298</b>   | <b>309</b>   | Запасы                                  | 32           | 25             | 42           |
| G&A                                   | 155            | 64           | 62           | 75           | Предоплаченные расходы и пр. активы     | 22           | 18             | 20           |
| Прочие расходы                        | 626            | (2)          | (3)          | (2)          | <b>Текущие активы</b>                   | <b>423</b>   | <b>279</b>     | <b>517</b>   |
| Амортизация                           | 272            | 113          | 65           | 90           | Основные средства                       | 431          | 284            | 255          |
| <b>ЕБИТ</b>                           | <b>(936)</b>   | <b>(154)</b> | <b>173</b>   | <b>145</b>   | Прочие долгосрочные активы              | 54           | 53             | 55           |
| Амортизация                           | 272            | 113          | 65           | 90           | <b>Сумма активов</b>                    | <b>907</b>   | <b>617</b>     | <b>827</b>   |
| <b>ЕБИТДА</b>                         | <b>(663)</b>   | <b>(41)</b>  | <b>239</b>   | <b>236</b>   | Кредиторская задолженность              | 56           | 61             | 138          |
| Убыток(прибыль) от погашения долга    | 2              | (51)         | 0            | 0            | Начисленные расходы                     | 52           | 35             | 59           |
| Прочие доход/расходы                  | 77             | 88           | 65           | 86           | <b>Текущие обязательства</b>            | <b>108</b>   | <b>96</b>      | <b>196</b>   |
| <b>Доналоговая прибыль</b>            | <b>(1 015)</b> | <b>(190)</b> | <b>109</b>   | <b>59</b>    | Долгосрочные кредиты                    | 1 276        | 1 189          | 1 192        |
| <b>Чистая прибыль</b>                 | <b>(1 013)</b> | <b>(189)</b> | <b>108</b>   | <b>60</b>    | Другие обязательства                    | 4            | 2              | 1            |
|                                       |                |              |              |              | <b>Долгосрочные обязательства</b>       | <b>1 280</b> | <b>1 190</b>   | <b>1 193</b> |
| <b>Рост и маржа (%)</b>               | <b>2015</b>    | <b>2016</b>  | <b>9M17</b>  | <b>12M</b>   | <b>Привилегированные акции</b>          | <b>350</b>   | <b>350</b>     | <b>0</b>     |
| Темпы роста выручки                   | -              | -61%         | -            | 15%          | <b>Собственный капитал</b>              | <b>(830)</b> | <b>(1 019)</b> | <b>(561)</b> |
| Темпы роста ЕБИТДА                    | -              | -            | -            | -1%          | <b>Обязательства и капитал</b>          | <b>907</b>   | <b>617</b>     | <b>827</b>   |
| Темпы роста ЕБИТ                      | -              | -            | -            | -16%         |   |              |                |              |
| Темпы роста NOPLAT                    | -              | -            | -            | -16%         | <b>Поэлементный анализ ROIC</b>         | <b>2015</b>  | <b>2016</b>    | <b>9M17</b>  |
| Темпы роста инвестированного капитала | -              | -            | -            | -            | Маржа NOPLAT, %                         | -291%        | 4%             | 6%           |
| Валовая маржа                         | 9%             | 4%           | 30%          | 27%          | ICTO, x                                 | 2,6x         | 1,5x           | 2,3x         |
| ЕБИТДА маржа                          | -48%           | -8%          | 24%          | 20%          | АICTO, x                                | -            | -              | -            |
| ЕБИТ маржа                            | -68%           | -29%         | 17%          | 13%          | ROIC, %                                 | -            | -43%           | 55%          |
| NOPLAT маржа                          | -291%          | 4%           | 21%          | 6%           | Себестоимость/выручка, %                | -91%         | -96%           | -73%         |
| Маржа чистой прибыли                  | -74%           | -35%         | 11%          | 5%           | Операционные издержки/выручка, %        | -168%        | -129%          | -83%         |
|                                       |                |              |              |              | WCTO, x                                 | -            | -              | -            |
|                                       |                |              |              |              | FATO, x                                 | 3,2x         | 1,9x           | 3,9x         |
| <b>Cash Flow, млн USD</b>             | <b>2015</b>    | <b>2016</b>  | <b>9M16</b>  | <b>9M17</b>  | <b>Ликвидность и структура капитала</b> | <b>2015</b>  | <b>2016</b>    | <b>9M17</b>  |
| <b>CFO</b>                            | <b>51</b>      | <b>(110)</b> | <b>(74)</b>  | <b>60</b>    | ЕБИТ/процентные платежи, x              | -            | -              | -            |
| D&A                                   | 272            | 113          | 88           | 65           | Текущая ликвидность, x                  | 3,9x         | 2,9x           | 2,6x         |
|                                       |                |              |              |              | Долг/общая капитализация, %             | -            | -              | -            |
| <b>CFI</b>                            | <b>(98)</b>    | <b>43</b>    | <b>42</b>    | <b>(27)</b>  | Долг/активы, %                          | 141%         | 193%           | 144%         |
| CapEx                                 | (79)           | (10)         | (6)          | (33)         | Долг/собственные средства, x            | -            | -              | -            |
|                                       |                |              |              |              | Долг/IC, %                              | 2,4x         | 3,3x           | 2,7x         |
| <b>CFF</b>                            | <b>301</b>     | <b>(38)</b>  | <b>(38)</b>  | <b>0</b>     | Собственные средства/активы, %          | -            | -              | -            |
|                                       |                |              |              |              | Активы/собственный капитал, x           | -            | -              | -            |
| <b>Денежный поток</b>                 | <b>254</b>     | <b>(104)</b> | <b>(70)</b>  | <b>34</b>    |   |              |                |              |
| Наличность на начало года             | 11             | 265          | 265          | 160          | <b>Мультипликаторы</b>                  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>    | <b>IPO</b>   |
| Наличность на конец года              | 265            | 160          | 195          | 194          | P/B, x                                  | -            | -              | -            |
|                                       |                |              |              |              | P/E, x                                  | -            | -              | 32,0x        |
| <b>Справочные данные</b>              | <b>2015</b>    | <b>2016</b>  | <b>9M16</b>  | <b>9M17</b>  | P/S, x                                  | -            | -              | 1,7x         |
| Акции в обращении, млн штук           | -              | -            | -            | -            | EV/ЕБИТДА, x                            | -            | -              | 10,0x        |
| Балансовая стоимость акции, USD       | -              | -            | -            | -            | EV/S, x                                 | -            | -              | 2,0x         |
| Рыночная стоимость акции, USD         | -              | -            | -            | -            |   |              |                |              |
| Рыночная капитализация, USD           | -              | -            | -            | -            |   |              |                |              |
| EV, USD                               | -              | -            | -            | -            |   |              |                |              |
| Капитальные инвестиции, USD           | 79             | 10           | 6            | 33           |   |              |                |              |
| Рабочий капитал, USD                  | -              | -            | -            | -            |   |              |                |              |
| Реинвестиции, USD                     | -              | -            | -            | -            |   |              |                |              |
| BV, USD                               | (830)          | (1 019)      | -            | (561)        |   |              |                |              |
| Инвестированный капитал               | 531            | 359          | -            | 436          |   |              |                |              |
| EPS, USD на акцию                     | -              | -            | -            | -            |   |              |                |              |

## FTS International: ключевые цифры

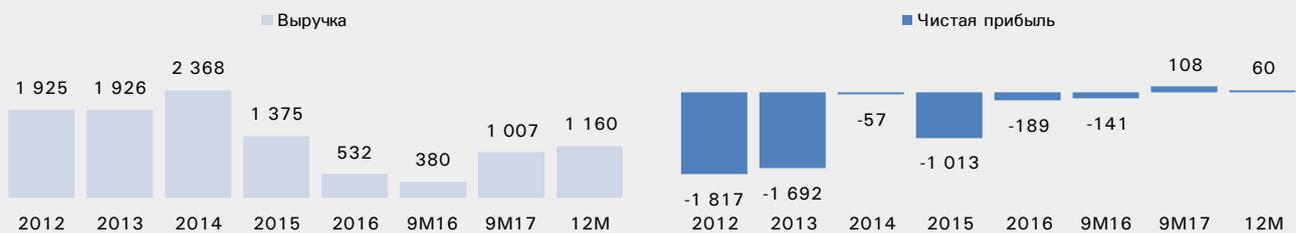
### Операционные метрики



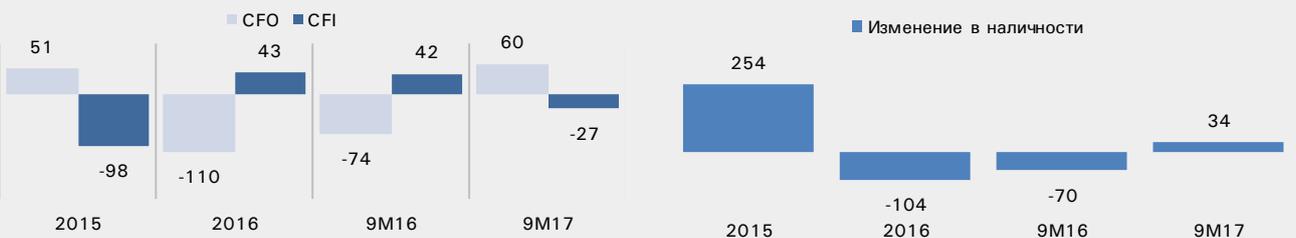
### Средние показатели выручки и операционной активности



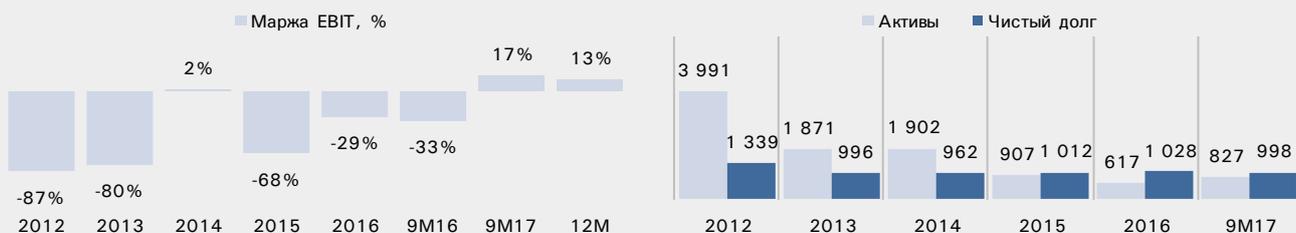
### Выручка и прибыль



### Денежные потоки

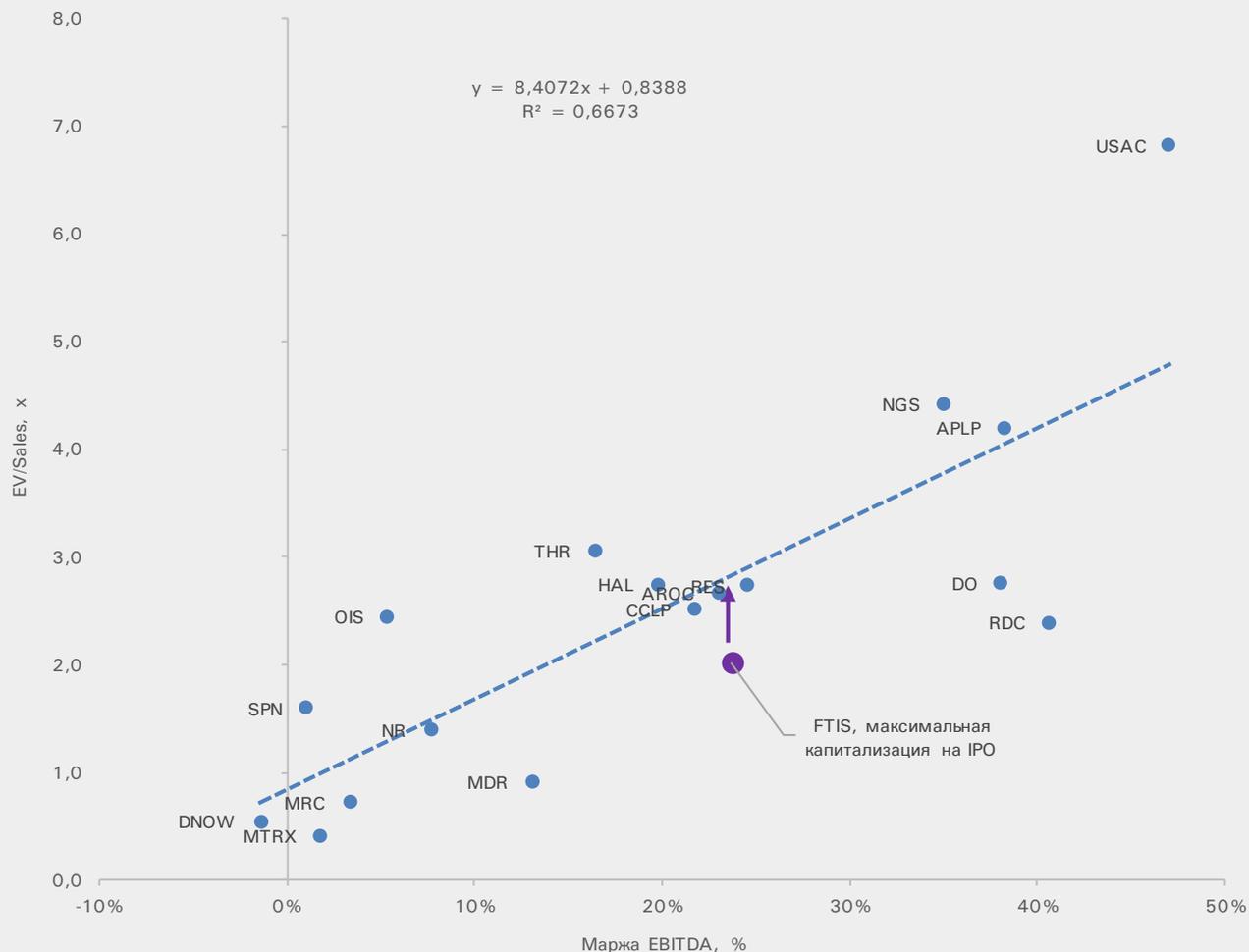


### Маржа, активы и чистый долг



## FTS International: оценка по мультипликаторам

Рыночная зависимость между маржой EBITDA и мультипликатором EV/Sales



Расчет целевой цены исходя из отраслевой зависимости

|  |       |
|--|-------|
| Маржа EBITDA, FTIS за 9M17, млн USD    | 24%   |
| EV/S из отрасли, x                     | 2,83x |
| 12-месячная выручка, млн USD           | 1 160 |
| EV целевая, млн USD                    | 3 282 |
| Чистый долг, млн USD                   | 998   |
| Привлечения IPO, млн USD               | 250   |
| Справедливая оценка на IPO, млн USD    | 2 534 |
| Оценка по верхней границе IPO, млн USD | 1 916 |
| Потенциал роста, %                     | 32%   |

## FTS International: ключевые факты

---

**Один из крупнейших поставщиков услуг гидравлического разрыва пласта (ГРП) в Северной Америке.** С помощью технологий ГРП буровые скважины перекачивают воду, песок и химикаты в подземные образования под высоким давлением для измельчения породы и добычи нефти и газа. FTS International является поставщиком услуг по стимулированию бурения нефтяных и газовых скважин, специализирующихся на гидравлическом разрыве под высоким давлением. Флоты компании состоят из мобильных ГРП и другого вспомогательного тяжелого оборудования для выполнения услуг по разрыву.

Компания имеет таких крупных клиентов, как Chesapeake Energy Corporation, ConocoPhillips, Devon Energy Corporation, EOG Resources, Inc., Diamondback Energy, Inc., EQT Company, Range Resources Corporation и другие ведущие компании по добыче и разведки нефти и газа. Компания ведет деятельность на 5 крупных нефтяных бассейнах в США, где практикуется так называемая «нетрадиционная» добыча нефти и газа (новыми методами): это «Permian Basin», «SCOOP/STACK Formation», «Marcellus/Utica Shale», «Eagle Ford Shale» и «Haynesville Shale». По состоянию на 8 января 2018 года компания владеет 32 флотами мощностью 1,6 млн лошадиных сил, на данный момент активны 27 из них. Сейчас FTIS является одним из 3 крупнейших поставщиков ГРП в пяти наиболее активных крупных нетрадиционных ресурсных сетях США.

FTS International поступают так же, как и другие поставщики услуг на нефтяных месторождениях, которые пострадали во время коррекции цен в 2014-2015 гг. Эти компании резко увеличивают производство, финансируются заемными средствами, и многие инвесторы ожидают более активного рынка IPO в 2018 году на фоне щедрого пакета снижения налогов в США.

**Бизнес FTS последние 4 года проходил восстановление после большого спада, вызванного спадом цен на нефть и природный газ с 2014 года по 2015 годы.** С 2014 по 2016 гг. выручка сократилась с \$2,3 млрд до \$532 млн, однако уже за 9 месяцев 2017 года компания заработала \$1 млрд. Одновременная оптимизация расходов позволила компании довести операционную маржу до 17% за 3 квартала 2017 года.

**В течение 2017 года наблюдался рост доходов FTSI и рост спроса на услуги компании, вследствие чего компания запустила еще 10 флотов.** Компания планирует запустить все бездействующие флоты (стоимость оборудования примерно \$34 млн) что позволит компании задействовать все 32 флота. Рост установок ГРП вырос на 155%, с 314 установок в мае 2016 до 802 установок к январю 2018 года. Значительный рост спроса на ГРП установки позволил компании поднять цену более чем на 56% с 4 квартала 2016 года. Это тенденция и продолжилась в течении 2017 года.

**В течении последних 2 лет, компания диверсифицировала свои расходы.** В период снижения цены на нефть, соответственно снижения спроса на добычу, компания снижала количество активного флота. Чтобы ограничить непроизводительное время активного флота, компания увеличила количество часов день на 1 флот. Компания производит и ремонтирует многие компоненты, используемый

флотами компании, включая расходные материалы. Так же практически самостоятельно выполняет все техническое обслуживание, ремонт и модернизацию ГРП. Например, компания производит флюиды и приводные части, что позволяет ей сэкономить 50-60%. По оценкам компании, она экономит за год \$85 млн при максимальных уровнях добычи.

**История собственников и инвестиции.** Frac-Tech (первое название компании) была основана Дэном и Фаррисом Уилксами в 2002 году и начал свою деятельность с широкомасштабного использования «фрэйкинга» и горизонтального бурения в основном на сланцевых нефтяных полях.

В 2011 году братья Уилкс продали контрольный пакет акций группе инвесторов, возглавляемой фондом Temasek Holdings, суверенным фондом Сингапура в ходе сделки при оценке капитала в \$3,5 млрд долларов. Chesapeake Energy также является одним из акционеров компании (28,9%).

В декабре 2014 года FTSI приобрела компанию J-W Wireline, которая специализировалась на исследовании, перфорации скважин и строительстве труб.

В 2014 году, так же было заключено 15-летнее соглашение о совместном предприятии с Sinopet Group. Это предприятие предоставляет услуги гидравлической стимуляции добычи в Китае. Компания показывает долю в этом СП как неконтрольную инвестицию на балансе в размере \$23 млн по состоянию на сентябрь 2017 года.

**Потенциал рынка ГРП – 29 млрд к 2021 году.** По данным Research and Markets рынок перекачивающих насосов в Северной Америке вырастет с CAGR на 2,6% с 2016 года по 2021 год. К 2021 году рынок североамериканских перекачивающих насосов достигнет \$29,94 млрд. Североамериканские службы перекачки широко используются в службах ГРП и цементирования в сланцевой индустрии в регионе. Ожидается, что аукцион месторождений сланцевого газа в Мексике в 2017 году будет стимулировать рынок североамериканских насосных насосов.

**Улучшение ситуации и возврат интереса к сектору на фондовом рынке.** Сектор нефтесервисных компаний начал демонстрировать первые признаки оптимизма после того «ралли» на рынке нефти с 2016 года. В течение первых пяти месяцев 2017 года 5 компаний сектора подали заявку на IPO, что превысило количество компаний разведки и добычи, сигнализируя о возврате оптимизма в этом секторе благодаря улучшению цен на нефть. Общий объем 5 размещений превысил \$1,3 млрд. Сейчас нефть торгуется вблизи своего самого высокого уровня с начала 2015 года, подпитывая спрос на акции сервисных компаний, на фоне роста «сланцевого» производства. С сентября 2017 года VanEck Vectors Oil Services ETF вырос на 27% против 16% роста по индексу широкого рынка S&P 500. По данным на ноябрь 2017 года в США насчитывалось около 7,3 тыс пробуренных, но незавершенных скважин. Это были скважины, которые еще не были гидравлически «разломаны».

**Позитивное начало года для IPO нефтесервисных компаний.** Liberty Oilfield Services, которая предоставляет услуги по ГРП для производителей сланца, вышла на IPO 12 января и привлекла \$160 млн. Сейчас акции компании прибавляют 33% к цене размещения.

## FTS International: оценка по мультипликаторам

---

**Четкая связь маржи EBITDA и мультипликаторов EV/S компаний нефтесервисной индустрии дает оценку в \$2,5 млрд.** Анализируя связь между маржой EBITDA, которая используется для оценки денежного потока доступного для обслуживания долговой нагрузки (что актуально для нефтесервисных компаний, использовавших леввередж что бы пережить сложные 2014-2015 года) и мультипликатором EV/Sales мы выявили достаточно четкую связь – чем выше маржа, тем выше торгуется компания по EV/S. Исходя из маржи EBITDA FTSI в 24% за 9 месяцев 2017 года и проецируемого из «уровня отрасли» справедливого мультипликатора EV/S в 2,83x мы выходим на оценку EV компании в \$3,2 млрд. Учитывая чистый долг в \$998 млн и поступления от IPO в 250 млн мы выходим на оценку собственного капитала в 2,5 млрд что на 32% выше верхней границы оценки IPO в \$1,9 млрд.