

## ФСК ЭЭС

### Ожидаем продолжения щедрых дивидендов

## Цель: 0,178 руб., «ПОКУПАТЬ»

Аналитик: Алексей Адонин  
e-mail: AAdonin@veles-capital.ru

За последний месяц котировки акций ФСК показали опережающую отрицательную динамику котировок относительно как отраслевого индекса, так и рынка в целом. Финансовые показатели ФСК при этом показывают обратную картину, а с учетом возможного улучшения показателей во 2П18, а также щедрых дивидендов, акции ФСК выглядят недооцененными. Мы повышаем целевую цену ФСК на 7,9% до 0,178 руб., а рекомендацию с ДЕРЖАТЬ до ПОКУПАТЬ.

#### Финансовые результаты

ФСК в конце августа представила консолидированную отчетность за 6М18. Результаты оказались несколько хуже наших ожиданий. Однако, на наш взгляд, по итогам года можно ожидать сильных результатов по нескольким причинам:

- ФСК изменила подход к отражению величины основных средств на балансе с учета по переоцененной стоимости на учет по фактическим затратам. Мы считаем, что изменение учетной политики позволит более точно отражать балансовую стоимость основных средств, а также может снизить объемы обесценения, которые имели место в 2016 (38,2 млрд руб.) и 2017 (13,9 млрд руб.) годах. Кроме того, изменение учетной политики привело к снижению амортизационных отчислений. Это, в свою очередь, повышает чистую прибыль, которую компания может направить на дивиденды.

- Мы отмечаем, что за первое полугодие 2018 г. ФСК практически не получила средств от технологического присоединения из-за графика оказания услуг. Мы ожидаем, что во втором полугодии компания может получить до 12 млрд руб. по данной высокомаржинальной статье.

- CAPEX'18 может оказаться ниже наших ожиданий, поскольку отчетность за полугодие показала его умеренный рост (лишь 10,9% г/г), в то время как мы ожидаем итоговый рост в 25% за 2018 год.

В результате данных за 1П18 мы подняли наши ожидания по выручке на 3,7%, до 277,3 млрд руб., EBITDA на 5,8% до 144,8 млрд руб. и чистой прибыли на 28,4% до 91,5 млрд руб.

#### Динамика акций ФСК и индексов



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

#### Прогнозная цена и рекомендации

Компания	Рекомендация		Целевая цена, руб.		Upside	TSR
	Новая	Старая	Новая	Старая		
ФСК ЭЭС	Покупать	Держать	0,178	0,165	15,7%	26,9%

#### Информация о компании

Тикер	FEES
Цена обыкн. акции, руб.	0,15
Мин./макс. цена акции за 52 недели, руб.	0,1514 / 0,1910
Справедливая цена акции (12 мес.), руб.	0,178
Потенциал роста (об.), %	15,7
Всего обыкновенных акций, шт.	1 260 386 658 740
Рыночная капитализация, млн руб.	194 100
EV, млн руб.	419 777

Источник: данные компании, биржи; оценка: Велес Капитал

#### Финансовые показатели компании за 1П18

млрд руб.	1П17	1П18	+/-
Выручка	101,6	117,5	15,6%
EBITDA скорр	70,2	69,2	-1,4%
Чистая прибыль	30,8	39,9	29,5%
Чистая прибыль, скорр	43,1	39,9	-7,4%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

#### Динамика тарифа ФСК



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## Дивиденды

Акции ФСК с момента принятия распоряжения правительства 1094-р стали предлагать одну из наиболее привлекательных доходностей в электроэнергетическом секторе. Еще 2 года назад сложно было представить, что ФСК может направить на дивиденды более 1 млрд руб. За 2017 г. компания направила на них около 20 млрд руб. Похоже, и это не предел. По нашим расчетам, по итогам 2018 г. ФСК может направить на дивиденды сумму в 22 млрд руб., предполагающую, с учетом текущих котировок, дивидендную доходность на уровне 11%, что очень привлекательно для российского рынка акций.

## Прогнозы и оценка

В июне этого года ФСК продала 10% акций Интер РАО по цене 3,35 руб. за акцию. Хотя такая цена предполагает дисконт к рынку, мы позитивно смотрим на эту сделку, которая, с учетом рассрочки платежа, принесет компании около 35 млрд руб. Продажа выглядит логичной, поскольку акции Интер РАО предлагают дивидендную доходность на уровне 3,3%, то есть ниже не только WACC ФСК, но и размещения средств на депозите. На балансе ФСК остается еще 8,57% акций Интер РАО, которые она может реализовать, мы оцениваем эту возможность как потенциальный позитив. Вырученные средства ФСК, скорее всего, направит на строительство подстанций и цифровизацию, и это позволит компании держать под контролем долговую нагрузку.

Среди рисков мы видим рост расходов на цифровизацию, сделки M&A, увеличение контроля со стороны Россетей.

Мы обновили нашу DCF модель, включив в нее новые предпосылки, операционные и финансовые данные за 6 месяцев 2018 г., а также учли изменения в учетной политике. В результате мы повышаем целевую цену акции на 7,9% до 0,178 руб., а рекомендацию - с «ДЕРЖАТЬ» до «ПОКУПАТЬ».

## Прогнозы на 2018 г.: старые и новые

	новые	старые	+/-
Выручка*	277 255	267 255	3,7%
ЕВITDA	144 762	136 814	5,8%
Чистая прибыль	91 470	71 222	28,4%

\* без учета прочих операционных доходов

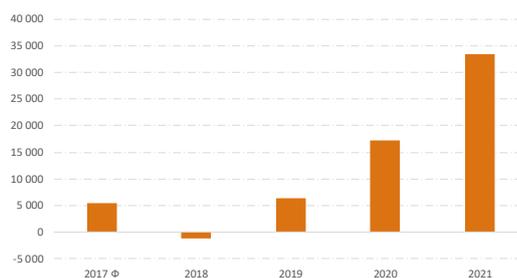
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Прогноз дивидендов и дивидендной доходности ФСК



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Прогнозный FCF ФСК, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## Финансовая модель ФСК

Отчет о прибылях и убытках	2017 (Ф)	2018 (П)	2019 (П)	WACC	2017 (Ф)	2018 (П)	2019 (П)
Выручка	248 591	282 255	293 457	Безрисковая ставка, %	7,5%		
Операционные расходы (без амортизации)	(105 684)	(132 492)	(147 530)	Налог на прибыль, %	20,0		
<b>ЕБИТДА</b>	<b>136 502</b>	<b>144 762</b>	<b>140 927</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао), %</b>	<b>17,3%</b>		
Амортизация	(33 994)	(35 976)	(36 812)	Систематический риск рынка акций, %	7,5%		
<b>ЕБИТ</b>	<b>94 999</b>	<b>106 786</b>	<b>104 115</b>	Beta leveraged	1,09		
Разовые статьи	(13 914)	(7 000)	(5 000)	Специфический риск компании, %	3%		
Процентные расходы	(4 501)	(4 248)	(3 966)	<b>Стоимость долга, %</b>	<b>8,0%</b>		
Неоперационные доходы/расходы	0	0	0	<b>WACC, %</b>	<b>11,7%</b>		
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>103 113</b>	<b>114 337</b>	<b>110 953</b>	<b>Свободный денежный поток</b>			
Налог на прибыль	(18 485)	(22 867)	(22 191)	<b>НОРАТ</b>	<b>75 999</b>	<b>85 429</b>	<b>83 292</b>
Доля меньшинства	28	(201)	(196)	Амортизация	33 994	35 976	36 812
<b>Чистая прибыль</b>	<b>84 628</b>	<b>91 470</b>	<b>88 762</b>	Капитальные затраты	(86 970)	(108 983)	(88 138)
				Изменение чистого оборотного капитала	(17 686)	(15 230)	(25 542)
<b>Баланс</b>				<b>Свободный денежный поток</b>	<b>5 337</b>	<b>(2 807)</b>	<b>6 424</b>
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>1 078 283</b>	<b>1 140 138</b>	<b>1 203 714</b>	Ставка дисконтирования, %	11,5%	11,5%	11,5%
Основные средства и нематериальные	939 379	1 032 623	1 091 199	Коэффициент дисконтирования	1,00	0,90	0,80
Прочие долгосрочные активы	138 904	107 515	112 515	<b>Дисконтированный свободный денежный поток</b>	<b>5 337</b>	<b>(2 519)</b>	<b>5 170</b>
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>104 200</b>	<b>115 471</b>	<b>87 640</b>	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>			
Оборотные активы	61 344	81 707	71 383	Ставка роста в постпрогнозный период, %	2%		
Краткосрочные инвестиции	322	0	0	Сумма дисконтированного денежного потока (+)	133 280		
Денежные средства	42 534	33 764	16 257	Дисконтированная терм. стоимость (+)	209 720		
<b>Итого активы</b>	<b>1 182 483</b>	<b>1 255 609</b>	<b>1 291 355</b>	<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>343 000</b>		
<b>Средства акционеров</b>	<b>800 239</b>	<b>871 658</b>	<b>938 466</b>	Стоимость чистого долга (-)	210 059		
Акционерный капитал	800 785	871 457	938 270	Доля миноритарных акционеров (-)	-546		
Доля меньшинства	-546	201	196	Стоимость финансовых вложений (+)	74 390		
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>293 527</b>	<b>292 749</b>	<b>265 349</b>	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>207 865</b>		
Долгосрочные займы	233 862	233 084	205 584	<b>Фундаментальная стоимость ао, руб.</b>	<b>0,178</b>		
Прочие долгосрочные обязательства	59 665	59 665	59 765				
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>88 572</b>	<b>82 298</b>	<b>81 601</b>	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>			
Краткосрочные займы	23 988	24 069	22 164	EV / Sales	1,7	1,5	1,4
Оборотные обязательства	64 584	58 230	59 437	EV / EBITDA	3,1	2,9	3,0
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>1 182 338</b>	<b>1 246 706</b>	<b>1 285 416</b>	EV / EBIT	4,4	3,9	4,0
				P / E	2,3	2,1	2,2
<b>Движение денежных средств</b>				P / BV	0,2	0,2	0,2
<b>Основная деятельность</b>	<b>120 767</b>	<b>134 533</b>	<b>116 256</b>	EV / FCF	78,6	отр.	65,3
Чистая прибыль	84 628	91 470	88 762	EPS	0,0671	0,0726	0,0704
Амортизация	33 994	35 976	36 812	<b>Коэффициенты</b>			
Изменение оборотного капитала	(17 686)	(15 230)	(25 542)	Рентабельность ЕБИТДА, %	54,9	51,3	48,0
Прочее	19 831	22 316	16 223	Рентабельность чистой прибыли, %	34,0	32,4	30,2
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(76 536)</b>	<b>(106 902)</b>	<b>(85 703)</b>	ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	30,3	34,1	35,5
Приобретение внеоборотных активов	(86 970)	(108 983)	(88 138)	Инвестиции / выручка, %	35,0	38,6	30,0
Приобретение/продажа дочерних	450	0	0	ROE, %	10,6	10,5	9,5
Прочее	9 984	2 081	2 435	ROIC, %	7,7	7,8	7,2
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(46 100)</b>	<b>(36 400)</b>	<b>(62 773)</b>	Долг/ЕБИТДА	1,9	1,8	1,6
Изменение долга	(7 721)	(778)	(27 500)	Чистый долг/ЕБИТДА	1,6	1,5	1,5
Проценты уплаченные	(18 164)	(16 365)	(13 096)	Долг/собственный капитал	0,3	0,3	0,2
Дивиденды уплаченные	(19 354)	(18 885)	(21 950)				
Прочее	(861)	(373)	(228)				
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>(1 869)</b>	<b>(8 770)</b>	<b>(32 220)</b>				

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## 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 2018 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 10% и более.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% 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 активных операций

Евгений Шиленков

Директор департамента  
EShilnikov@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Начальник управления фондовых операций  
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов  
Зам. начальника управления фондовых операций  
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Старший трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов  
Трейдер  
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров  
Начальник отдела брокерских операций на рынке  
акций  
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский  
Старший сейлз-трейдер  
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко  
Старший сейлз-трейдер  
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев  
Сейлз Трейдер  
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков  
Сейлз Трейдер  
AKostikov@veles-capital.ru

Начальник отдела привлечения клиентов  
Александр Сорочкин  
ASorochkin@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Ольга Николаева  
Долговые рынки  
ONikolaeva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Алексей Адонин  
Электроэнергетика  
AAdonin@veles-capital.ru

Александр Сидоров  
Нефтегазовый сектор и металлургия  
ASidorov@veles-capital.ru

Артем Михайлин  
Телекоммуникации и IT  
AMykhailin@veles-capital.ru

Айнур Дуйсембаева  
Глобальные рынки  
ADuisembaeva@veles-capital.ru