

Открытое Акционерное Общество
"Инвестиционная компания "Еврофинансы"
119049 г. Москва, Шаболовка, д.10, корп.2
Телефон: (495) 545-35-35 (многоканальный)
Факс: (495) 644-43-13
www.eufn.ru
e-mail: inform@eufn.ru



ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ
ЕВРОФИНАНСЫ

Аналитическая записка

Акции ФСК ЕЭС: долгожданный рост



www.eufn.ru

Декабрь 10, 2008

МОСКВА

Информационный мониторинг

Акции	
Тикер ММВБ	FEES
Тикер РТС	FEES
Тикер Bloomberg	FEES RM
Обыкновенные акции, млн. шт.	1 153 514
Размещенные акции, млн. шт.	1 153 514
Free float	18%
Цена на 28.11.08, \$	0,0059
Max/Min, \$	0,0158/0,002
Капитализация, млн. \$	6 805
Чистый долг, млн. \$	1 233
EV, млн. \$	8 039
Среднедн. оборот в РТС (нояб.), \$	43 011
Структура акционерного капитала	
РФ в лице ФАУФИ	77,66%
Газпром	4%
Bank of New York	2%
Прочие	16,34%
Показатели компании—3К2008 РСБУ	
Протяженность ЛЭП, км	120 000
Трансформаторная мощность, МВА	310 000
Выручка, млн. \$	2 347
EBIT (Прибыль до уплаты процентов и налогов), млн. \$	327
Чистая прибыль, млн. \$	326
ROE (рентабельность капитала)	1,34%
ROA (рентабельность активов)	1,24%
Рыночные и отраслевые тенденции: итоги ноября	
↓ RTSI	-14,9%
↓ MICEX	-16,5%
↑ RTSeu	+10,7%
↑ MICEX PWR	+19,1%
↑ FEES, РТС/ММВБ	+103,45%/+86,21%

Ситуация на рынке и в отрасли

В ноябре капитализация российского рынка акций снизилась еще на 14,5% - до 320 млрд. \$. Несмотря на отрицательные итоги, ноябрь стал лучшим месяцем для фондового рынка России из последних пяти. Способствовали этому, главным образом, поддержка отечественных эмитентов со стороны ВЭБа, а также затишье на внешних рынках.

Избрание нового президента США, продолжение мировыми центробанками курса по снижению процентных ставок и пересмотр программы спасения американской экономики временно стабилизировали ситуацию на мировых биржах.

По итогам ноября основные фондовые индексы развитых и развивающихся стран снизились всего на 5-10%, а некоторым индексам даже удалось подрасти, в частности китайским.

Рекомендация—ПОКУПАТЬ

Текущая цена, \$	0,0059
Справедливая цена, \$	0,012
Потенциал роста	103%

Результаты российских бирж уже какой месяц подряд оказались хуже среднемировых— потеря 14,9% по индексу РТС и 16,5% по индексу ММВБ. Давление на отечественный фондовый рынок оказали участвовавшие новости об ухудшении ситуации в российских компаниях, сокращениях специалистов и приостановке производства. Усугубляло негативный фон падение сырьевых площадок— фьючерсы на нефть потеряли за месяц 20%, основные промышленные металлы подешевели на 10-15%.

Как результат, аутсайдерами российских бирж по итогам ноября стали акции промышленных компаний (-49,2% по индексу РТС-промышленность). 33,3% потерял индекс РТС-потребительские товары, 20,2% - индекс РТС-металлы и добыча, на 17,2% снизился РТС-банки и финансы. Результаты на уровне рынка продемонстрировал сектор телекоммуникаций. Лучше рынка стала нефтегазовая отрасль (-11,6% по индексу РТС-нефть и газ).

Единственным сектором, показавшим в ноябре рост, стала электроэнергетика: +10,7% по отраслевому индексу РТС.

Новости ФСК ЕЭС

Акции ФСК в ноябре стали лидерами роста среди энергетических компаний, бумаги которых входят в расчет электроэнергетических индексов РТС и ММВБ.

Способствовало этому, в частности, утверждение ФСТ роста тарифов для энергетических компаний на 2009 год.

Для ФСК рост тарифов на следующий год составит 20,7%, как и планировалось ранее, тарифная выручка в 2009 году будет равна 66,046 млрд. руб.

В ноябре ФСК активизировала работу с инвестиционным сообществом— 14 ноября менеджмент компании провел встречу с аналитиками для обсуждения итогов деятельности эмитента

за 9 месяцев 2008 года, 21 ноября состоялись Общественные слушания, на которых вниманию участников был представлен Отчет Компании о корпоративной устойчивости и социальной ответственности.

На встрече с аналитиками помимо итогов деятельности ФСК за 9 месяцев, о которых мы писали ранее, обсуждались планы компании на ближайшее время.

Среди прозвучавших заявлений отметим намерение менеджмента сохранить инвестиционную программу на 2009 год практически без изменений. Напомним, суммарный объем инвестпрограммы ФСК на следующий год оценивается в 230 млрд. руб. Средства на нее планируется получить из нескольких источников. Бюджетные инвестиции составят порядка 45 млрд. руб. и будут сделаны путем приобретения акций эмитента из допэмиссии, намеченной на январь.

Часть средств могут быть получены от продажи активов компании, среди которых акции предприятий электроэнергетики, имеющиеся на балансе эмитента на сумму 151 млрд. руб. (по передаточной стоимости), а также векселей ВТБ (45 млрд. руб.). Компания не исключает привлечение дополнительных средств в виде банковских кредитов.

Предстоящие события

На 12 декабря намечено погашение облигаций ФСК 3-й серии в объеме 7 млрд. руб., что составляет более 40% от облигационных займов компании.

Среди предстоящих корпоративных событий эмитента отметим также запланированное на 27 декабря внеочередное собрание акционеров ФСК, повесткой дня которого станет переизбрание совета директоров.

Текущая рыночная ситуация

Динамика изменения цен

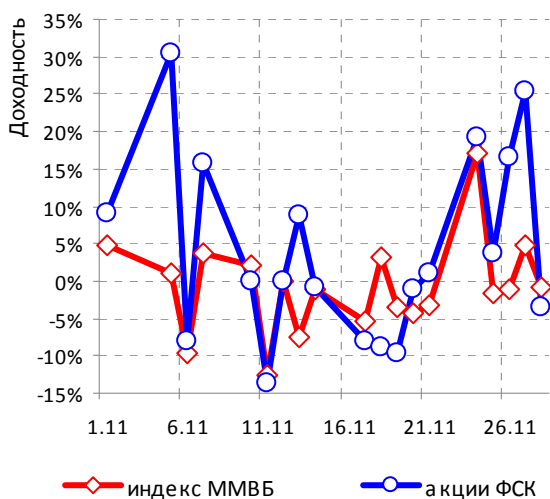
В ноябре акции ФСК продемонстрировали динамику значительно лучше рынка — при падении индексов РТС и ММВБ на 14,9% и 16,5% бумаги компании подскочили в цене на 103,45% и 86,21% соответственно, компенсировав тем самым падение двух предыдущих месяцев. При этом индексы электроэнергетики ММВБ (MICEX PWR) и РТС (RTSeu) выросли за месяц на 19,1% и 10,7%.

С момента начала торгов акциями на рынке, 16 июля, снижение цены акций ФСК на ММВБ составило 54,4%, в РТС — 60,7%. Сами индексы за этот период потеряли 62,7% и 69,8%, а соответствующие индексы электроэнергетики — 59,2% и 68,6%. Таким образом, результаты торгов акциями ФСК, котирующихся на российских биржах уже полгода, лучше результатов рынка и среднеотраслевых результатов.

Большую часть торговых сессий ноября стоимость акций ФСК двигалась в том же направлении, что и основные российские индексы, 12 ноября торги акциями не проводились в связи с приостановлением торгов на российских биржах. На классическом рынке РТС сделки с бумагами эмитента не совершались также 1, 6 и 26 ноября. Максимальный по итогам месяца рост котировок компании на ММВБ был отмечен 5 ноября (+30,53%). Максимальное падение акции ФСК показали 11 ноября (-13,64% на ММВБ и -13,27% в РТС).

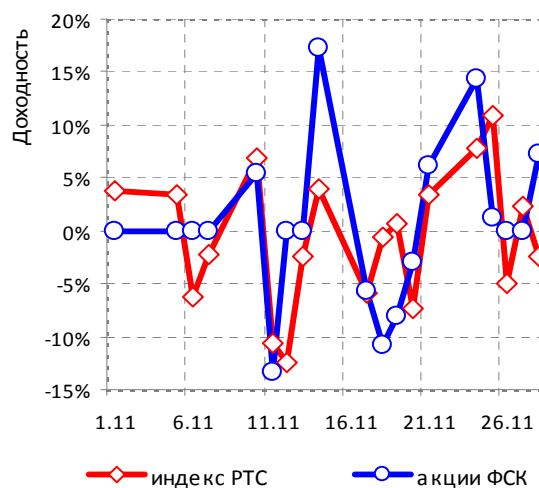
Зависимость изменения стоимости акций ФСК от динамики основных индексов в ноябре характеризовалась следующими показателями (см. графики №№ 1, 2) — коэффициент корреляции между доходностью индекса ММВБ и доходностью акций ФСК составил +59,5%, между доходностями индекса РТС и акций ФСК +62,2%.

График 1. Сравнение динамики изменения индекса ММВБ и стоимости обыкновенных акций ФСК



Источник данных: ММВБ
Расчеты: ИК «Еврофинансы»

График 1. Сравнение динамики изменения индекса РТС и стоимости обыкновенных акций ФСК



Источник данных: РТС
Расчеты: ИК «Еврофинансы»

Ликвидность

Торги акциями ФСК в ноябре характеризовались высокой волатильностью — средний внутрисдневной спрэд между максимальной и минимальной ценами акций по итогам торгов за месяц составил 6,46% в РТС и 23,91% на ММВБ (для сравнения в октябре — 5,81% и 19,09% соответственно).

Рост волатильности цены акции при прочих равных условиях означает снижение ее ликвидности. Аналогичная ситуация в условиях недоверия и противоречивости выходящих новостей характерна сейчас для большинства бумаг отечественных эмитентов.

Объемы торгов

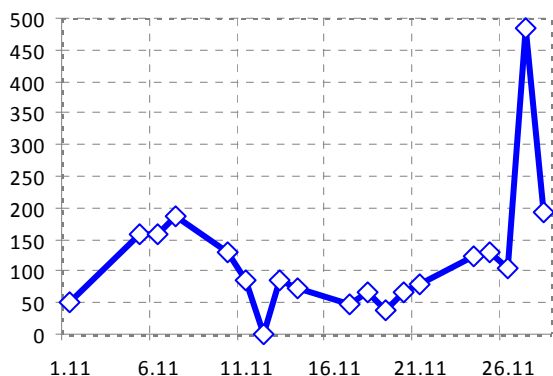
Среднедневной оборот торгов акциями ФСК на ММВБ по итогам торговых сессий ноября составил 119 млн. руб., увеличившись в 2,5 раза по сравнению с октябрем. Аналогичным образом изменился и среднедневной оборот торгов в натуральном выражении, составивший около 950 млн. акций в день.

27 ноября, после сообщения об утверждении тарифов для компании на 2009 год, средне-

дневной оборот торгов акциями ФСК на ММВБ достиг исторического максимума – 482,8 млн. руб. (см. График №3) – по итогам дня бумаги компании подорожали на 25,4%.

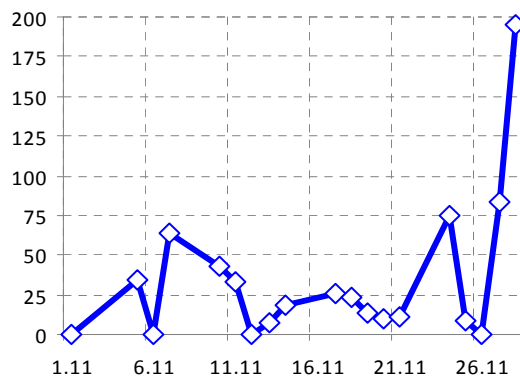
Среднедневной оборот торгов акциями ФСК в РТС в ноябре составил 9,2 млн. акций— это в 2 раза ниже показателей октября. Так же, как и на ММВБ, рост оборотов торгов бумагами эмитента в РТС пришелся на конец ноября (см. График №4).

График 3. Дневные объемы торгов акциями «ФСК ЕЭС» на ММВБ, млн. руб.



Источник данных: ММВБ
Расчеты: ИК «Еврофинансы»

График 4. Дневные объемы торгов акциями «ФСК ЕЭС» в РТС, тыс. USD



Источник данных: РТС
Расчеты: ИК «Еврофинансы»

Текущая рыночная ситуация

● Фундаментальная оценка эмитента

В связи с изменением рыночных условий, в частности повышением процентных ставок на денежно-кредитном рынке и падением средних мультипликаторов по компаниям энергетической отрасли, нами произведен пересмотр прогноза рыночной стоимости акции компании от 10.08.2008 г.

Прогноз потенциальной стоимости ФСК ЕЭС основан на методах инвестиционного анализа.

Предложенные варианты исследования учитывают наиболее важные аспекты рыночной стоимости компании:

- 1) сравнение финансовых мультипликаторов ОАО «ФСК ЕЭС» с коэффициентами зарубежных аналогов позволяет оценить сложившуюся рыночную конъюнктуру и выявить общую оценку инвесторами компаний энергетического сектора;
- 2) дисконтирование будущих денежных потоков предприятия учитывает стратегию развития, преимущества и риски конкретной ком-

пании, которые могут увеличивать или снижать ее стоимость относительно стоимости конкурентов.

Результатом прогноза выступает усредненная цена одной акции компании, учитывающая вышеперечисленные аспекты. Всем методам расчета придается сопоставимая значимость. Однако важно уточнить, что используя составленную по международным стандартам финансовую отчетность предприятия, обладая информацией о реальном экономическом эффекте от внедрения стандартов регулирования тарифов в рамках метода доходности инвестированного капитала (RAB), а также имея возможность оценить масштабы государственной поддержки и будущую отдачу от более 600 млрд. руб. собственного капитала компании, результаты дисконтирования денежных потоков (доходный подход) предприятия могли бы иметь иной вес в анализе стоимости компании. По мере дальнейшего развития энергетической отрасли и компании вес доходного подхода будет оказывать значительно большее влияние на ценовую динамику акций ФСК ЕЭС.

Сравнение с зарубежными аналогами

Таблица №1. Финансовые мультипликаторы иностранных компаний-аналогов (ноябрь 2008)

Мультипликаторы	Цена/Выручка	Цена/Прибыль	Цена/Активы	Цена/СК
TRN IM Equity	4,19	13,12	0,63	2,24
REE SM Equity	5,12	22,26	0,95	4,22
ELI BB Equity	1,84	16,78	0,31	0,91
TEL RO Equity	0,65	24,53	0,42	0,81
ISA CB Equity	3,06	38,25	0,61	1,23
TRPL4 BZ Equity	5,68	8,73	1,32	1,73
Среднее	3,42	20,61	0,71	1,86
Минимальный	0,6479	8,7326	0,3071	0,8138
Максимальный	5,6792	38,2471	1,3163	4,2199

Таблица №2. Оценка рыночной капитализации ФСК ЕЭС в рамках минимальных финансовых мультипликаторов компаний-аналогов (ноябрь 2008)

По минимальным	Выручка	Прибыль	Активы	Среднее
ФСК 2007	61 384 715 000	2 296 167 000	235 867 290 000	x
ФСК 2009П	129 241 388 000	41 436 277 000	424 561 122 000	x
Капитализация ФСК по мультипликаторам 2007	39 768 195 529	20 051 529 958	72 424 144 307	44 081 289 931
Капитализация ФСК по мультипликаторам 2009	83 729 260 425	361 846 829 787	130 363 459 752	191 979 849 988
Цена на акцию 2007	0,0344	0,0174	0,0627	0,0382
Цена на акцию 2009П	0,0725	0,3133	0,1129	0,1662

Таблица №3. Оценка рыночной капитализации ФСК ЕЭС в рамках средних финансовых мультипликаторов компаний-аналогов (ноябрь 2008)

По средним	Выручка	Прибыль	Активы	Среднее
ФСК 2007	61 384 715 000	2 296 167 000	235 867 290 000	x
ФСК 2009П	129 241 388 000	41 436 277 000	424 561 122 000	x
Капитализация ФСК по мультипликаторам 2007	210 211 157 826	47 328 231 214	166 670 811 798	141 403 400 280
Капитализация ФСК по мультипликаторам 2009	442 585 451 615	854 077 991 069	300 007 461 237	532 223 634 640
Цена на акцию 2007	0,1820	0,0410	0,1443	0,1224
Цена на акцию 2009П	0,3832	0,7395	0,2597	0,4608

Таблица №4. Оценка рыночной капитализации ФСК ЕЭС в рамках максимальных финансовых мультипликаторов компаний-аналогов (ноябрь 2008)

По максимальным	Выручка	Прибыль	Активы	Среднее
ФСК 2007	61 384 715 000	2 296 167 000	235 867 290 000	x
ФСК 2009П	129 241 388 000	41 436 277 000	424 561 122 000	x
Капитализация ФСК по мультипликаторам 2007	348 618 339 997	87 821 764 597	310 480 335 456	248 973 480 017
Капитализация ФСК по мультипликаторам 2009	733 992 462 837	1 584 818 074 848	558 864 603 821	959 225 047 169
Цена на акцию 2007	0,3018	0,0760	0,2688	0,2156
Цена на акцию 2009П	0,6355	1,3721	0,4839	0,8305

В таблице 1 представлены финансовые мультипликаторы иностранных компаний* для сравнения с финансовыми мультипликаторами ОАО «ФСК ЕЭС».

Компании-аналоги расположены по убыванию значений их выручки за 2007 г. Таблицы 2-4 раскрывают прогнозы рыночной капитализации и стоимости одной акции компании в рамках двух систем срочности (с учетом финансовых мультипликаторов компании на текущий момент и с учетом прогнозных мультипликаторов

на 2009 г.), а также в рамках трех уровней финансовых мультипликаторов компаний-аналогов (минимальный, средний и максимальный уровни).

Учитывая предложенные финансовые мультипликаторы, прогноз цены одной акции ОАО «ФСК ЕЭС» в 2007-2009 гг. варьируется от 0,1662 руб. до 0,8305 руб. Средняя прогнозная цена внутри указанного периода составляет 0,4858 руб.

*Terna – Rete Elettrica Nazionale SpA обеспечивает передачу электричества по высоковольтным проводам на территории Италии. Через дочерние компании владеет значительной долей акций National Electricity Transmission Grid, а также владеет компаниями, осуществляющими передачу электроэнергии в Бразилии.

Red Electrica de Espana управляет передачей электроэнергии в Испании по высоковольтным проводам, координирует производство электроэнергии и ее передачу. Также управляет оптико-волоконными сетями и предлагает услуги интернет-соединения (Internet connectivity) и хостинга интернет-провайдером.

Elia System Operator SA/NV управляет передачей электричества по высоковольтным проводам в Бельгии, в том числе по воздушным проводам, подземному кабелю.

Transelectrica SA занимается распределением электроэнергии. Компания управляет энергосистемой Румынии.

Interconexion Electrica S.A. передает электричество по высоковольтным проводам внутри национальной сети Колумбии. Компания управляет подстанциями и электрическими сетями и осуществляет их эксплуатацию.

Companhia de Transmissao de Energia Electrica Paulista занимается передачей электроэнергии в Бразилии. Компания передает электроэнергию, генерируемую CESP-Companhia Energetica de Sao Paulo, Companhia de Geracao de Energia Electrica Parana-panema и Companhia de Geracao de Energia Electrica Tiete.

Дисконтирование свободных денежных потоков

Таблица №5. Расчет свободного денежного потока, руб.

Наименования статей расчета	2006	2007	2008П	2009П	2010П
Выручка от реализации (с учетом платы за тех-присоединение)	53 599 546 000	61 384 715 000	70 592 480 000	129 241 388 000	164 094 939 000
EBITDA (прибыль до уплаты процентных, налоговых и амортизационных отчислений)	20 302 138 000	23 410 168 000	26 899 010 000	84 211 989 000	113 554 678 000
EBIT (операционная прибыль)	5 505 325 000	6 591 971 000	5 446 043 000	56 436 423 000	79 564 122 331
Е (чистая прибыль)	1 833 484 000	2 296 167 000	1 002 729 000	41 436 277 000	60 160 442 000
Налоговые обязательства	1 719 624 000	1 603 559 000	316 651 263	13 085 140 105	18 998 034 316
NOPLAT (чистая операционная прибыль)	3 785 701 000	4 988 412 000	5 129 391 737	43 351 282 895	60 566 088 016
Амортизация основных средств и нематериальных активов	14 796 813 000	16 818 197 000	21 452 967 000	27 775 566 000	33 990 555 669
Валовой денежный поток	18 582 514 000	21 806 609 000	26 582 358 737	71 126 848 895	94 556 643 684
Изменение требуемого операционного оборотного капитала		-8 409 468 465	3 902 231 122	6 053 911 350	4 390 348 521
Капитальные затраты (без учета средств федерального бюджета и взносов в уставный капитал средств от реализации активов ОАО РАО «ЕЭС России»)			32 077 400 000	51 001 800 000	58 188 200 000
Свободный денежный поток			-9 397 272 386	14 071 137 545	31 978 095 163
Временной фактор			0,5	1,5	2,5
Дисконтирующий коэффициент			0,93136	0,80788	0,70077
Текущая стоимость свободного денежного потока			-8 752 201 564	11 367 780 918	22 409 391 750

Источник данных и расчеты: ФСК ЕЭС, ИК «Еврофинансы».

Примечание: текущая стоимость свободных денежных потоков рассчитана на основе данных за период 2008-2011 гг..

Таблица №6. Расчет WACC, %

Безрисковая ставка	10,40
Рыночная премия	7,00
Отраслевая премия	-6,00
Премия за специфический риск	5,15
Стоимость собственного капитала	16,55
Доля собственного капитала	88,62
Стоимость привлеченных средств	7,13
Посленалоговые затраты	5,42
Доля привлеченных средств	11,38
Средневзвешенная стоимость капитала	15,28

Расчеты и экспертные оценки: ИК «Еврофинансы».

Таблица №7. Облигационные займы эмитента

Выпуск	Размер займа, млрд. руб.	Купонная ставка, %	Доходность к погашению на 05.06.2008, %
3 – 12.12.2008	7	7,1	6,81
5 – 01.12.2009	5	7,2	7,11
2 – 22.06.2010	7	8,25	7,27
4 – 06.10.2011	6	7,3	7,34

Источник данных: <http://www.cbonds.ru>.

Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Фундаментальная оценка ФСК ЕЭС

Таблица №8. Расчет среднесрочной прогнозной стоимости одной акций ОАО «ФСК»

Наибольший ежегодный темп прироста потребления электроэнергии до 2020 года, %	7,43
Наименьший ежегодный темп прироста потребления электроэнергии до 2020 года, %	5,32
Скорректированный на инфляцию усредненный рост в постпрогнозный период, %	6,89
WACC, %	15,28
Текущая стоимость остаточной стоимости, руб.	247 459 598 255
Стоимость бизнеса, руб.	272 484 569 358
Сумма процентного долга, руб.	35 241 035 000
Стоимость собственного капитала, руб.	237 243 534 358
Количество акций после реорганизации в 2008 году, шт.	1 153 514 196 362
Прогнозная стоимость одной акции ФСК ЕЭС, руб.	0,2057

Расчеты и экспертные оценки: РАО ЕЭС, ИК «Еврофинансы».

Важное значение при определении рыночной стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков имеет тот факт, что наряду с решением основных задач реформирования электроэнергетического сектора в исследуемом виде бизнеса значительную роль играет эффективность его регулирования.

Согласно прогнозам РАО ЕЭС и Минэкономразвития, потребление электроэнергии будет расти с постоянными темпами вплоть до 2020 г. Принимая во внимание курс правительства страны на дальнейшее расширение экономического роста, факт постоянного роста потребления в совокупности с уже существующим дефицитом электроэнергии и ростом удовлетво-

ренного спроса на присоединение к сетям будет оставаться серьезным аргументом к развитию магистральных сетей страны, к активизации государственной инвестиционной поддержки программы модернизации активов ФСК ЕЭС.

По мере дальнейшего развития энергетической отрасли и компании вес доходного подхода будет оказывать значительно большее влияние на ценовую динамику акций ФСК ЕЭС.

На текущий момент прогнозная цена одной акции, рассчитанная на основе анализа свободных денежных потоков компании, составляет 0,2057 руб. (среднесрочная оценка).

Выводы и инвестиционное заключение

Рассчитанные выше варианты стоимости одной акции компании находятся в интервале от 0,2057 до 0,4858 руб. Прогнозное среднее значение составляет 0,3458 руб., или 0,012\$ в среднесрочном периоде.

Таким образом, мы пересматриваем наш прогноз рыночной стоимости акции компании от 10.08.2008 года в сторону уменьшения, сохраняя рекомендацию «покупать».

Аналитический отдел

Берсенов Евгений Павлович,

начальник аналитического отдела

тел.: (495) 545-35-35 (доб. 158), e-mail: ebersenev@eufn.ru

Митрофанова Светлана Александровна,

ведущий аналитик

тел.: (495) 545-35-35 (доб. 156), e-mail: mitrofanova@eufn.ru

Белкина Анастасия Александровна,

аналитик (специализация: фундаментальный анализ)

тел.: (495) 545-35-35 (доб. 131), e-mail: belkina@eufn.ru

Шойко Александра Сергеевна,

аналитик (специализация: технический анализ)

тел.: (495) 545-35-35 (доб. 162), e-mail: shoyko@eufn.ru

Контакты

Открытое Акционерное Общество «ИК «Еврофинансы»

Аналитический отдел: (495) 545-35-35, доб. 158, 156, 131, 162

Отдел активных операций: (495) 545-35-35, доб. 120, 103, 113

Клиентский отдел: (495) 545-35-35, доб. 168

119049 г. Москва,

Шаболовка, д.10, корп.2

Телефон: (495) 545-35-35 (многоканальный)

Факс: (495) 644-43-13

www.eufn.ru, e-mail: analytics@eufn.ru

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью ИК «Еврофинансы». Несанкционированное копирование, воспроизведение и распространение данной информации без письменного разрешения ИК «Еврофинансы» запрещено.

ИК «Еврофинансы» не несет какой-либо ответственности относительно любых последствий в результате использования информации, содержащейся в данном аналитическом отчете. ИК «Еврофинансы» не дает гарантий относительно полноты и достоверности приведенной в настоящем отчете информации. Настоящий отчет составлен на основе информации, полученной из официальных источников, надежность и достоверность которых общепризнанны. Вся информация, содержащаяся в данном отчете, ни при каких условиях не может рассматриваться как предложение или рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг, предоставление гарантий или обещаний относительно будущих изменений на рынке ценных бумаг и действий эмитентов данных ценных бумаг. За последствия любых решений, принятых на основе настоящего отчета, ИК «Еврофинансы» ответственности не несет.