



FEES

Дмитрий Котиков
DKotikov@eastkom.ru

ФСК: реинкарнация РАО ЕЭС

16 июля на биржах начались торги акциями Федеральной сетевой компании (ФСК). При этом, динамика котировок ФСК не сильно обрадовала инвесторов. С момента своего появления на организованном рынке бумаги компании упали в цене на 7%. Более того, в настоящее время акции ФСК торгуются ниже своей номинальной стоимости. Мы полагаем, что данное снижение носит технический характер и по-прежнему считаем, что акциям ФСК по силам стать реальной заменой бумагам «ушедшего в небытие» РАО ЕЭС. Наша целевая цена по бумагам ФСК на конец 2008 года 0,03 долл., рекомендация **Покупать**.

Мы полагаем, что в настоящее время акции компании очень сильно перепроданы. При этом фундаментальных причин для такого снижения, на наш взгляд, не существует. В долгосрочной перспективе мы выделяем следующие драйверы роста стоимости ФСК:

- Переход на прогрессивный метод тарифообразования. Предполагается, что с 2011 года ФСК перейдет на новую методику расчета тарифа, в соответствии с которой в тариф будут включаться затраты на возврат инвестированного капитала.

- Рост энергопотребления. Рост энергопотребления и, как следствие, увеличение объема передаваемой электроэнергии будет способствовать росту финансовых показателей компании;

- Денежные средства от продажи долей в тепловой генерации. По нашим оценкам, в результате ликвидации РАО на баланс ФСК поступит около 16 млрд. долл. (рыночная оценка гос. долей ОГК/ТГК и активов, в которые конвертировались казначейские акции РАО).

В то же время, мы не исключаем, что покупка акций ФСК сопряжена с наличием определенных рисков.

Во-первых, еще не ясно будут ли учитываться при расчете RAB (Regulatory Asset Base) объекты, построенные за счет средств поступивших от продажи долей в тепловой генерации и казначейских акций РАО. Если данный сценарий будет иметь место, то тарифы компании после перехода на RAB будут расти более умеренными темпами, чем планировалось ранее. На фоне масштабной инвестиционной программы, такое положение дел может негативно отразиться на стоимости ФСК.

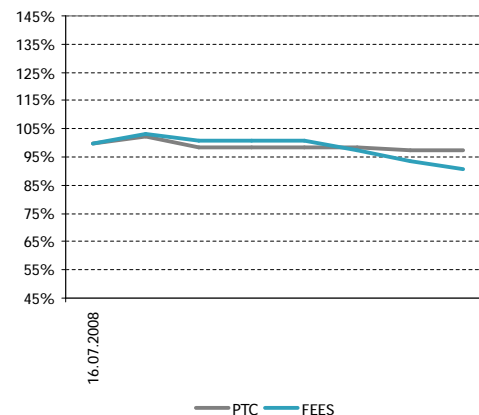
Тикер:	FEES
Справедливая цена, долл.	0,02965
Рекомендация	Покупать
Потенциал роста, %	118,0%

Цена спроса (Bid), долл.	0,0133
Цена предложения (Offer), долл.	0,0136
Цена последняя (last), долл.	0,0135
Средняя цена (Midmarket), долл.	0,01345
Минимум 52-недели, долл.	0,014
Максимум 52-недели, долл.	0,017
Потенциал роста до максимума, %	27,1%
Рын. Капитал. (Mcap), млн. долл.	15 342

	тыс. долл.	2007	2008 E	2009 E
Стандарт отчетности			МСФО	
Выручка	2 447	2 736	3 254	
ЕБИТ	677	805	909	
Рентабельность ЕБИТ, %	27,6%	29,4%	27,9%	
ЕБИТДА	1 128	1 478	1 918	
Рентабельность ЕБИТДА, %	46,1%	54,0%	59,0%	
Чистая прибыль	348	562	644	
Рентабельность чистой прибыли, %	14,2%	20,5%	19,8%	

Текущие мультипликаторы	2007	2008 E	2009 E
EV/SALES	6,9	6,2	5,2
EV/EBIT	24,9	20,9	18,5
EV/EBITDA	14,9	11,4	8,8
P/E	46,3	28,8	25,1

Динамика котировок ФСК и индекса РТС



© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц. Каждый аналитик, задействованный в написании данного отчета, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном отчете. Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном отчете. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном отчете.

Информация, представленная в отчете, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описание финансовых инструментов и эмитентов не претендует на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода отчета и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Во-вторых, осенью компания планирует привлечь 50 млрд. руб. за счет средств федерального бюджета. Нам пока неизвестны количество бумаг и цена размещения. В то же время, мы не питаем особого оптимизма в отношении грядущей допэмиссии, поскольку она размоет доли миноритарных акционеров, что также может привести к снижению рыночной цены акций ФСК.

В-третьих, доля государства в компании не опустится ниже 75%+1 акция, поэтому в настоящее время достаточно сложно предсказать дивидендную политику компании.

Тем не менее, мы полагаем, что текущий уровень цен на акции ФСК дает инвесторам хорошую возможность для выгодного входа в состав акционеров компании. Наша целевая цена по бумагам ФСК на конец 2008 года 0,03 долл., рекомендация **Покупать**.

Модель DCF, тыс. \$	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
ЕБИТДА	1 478	1 918	4 440	6 530	7 788	8 665	9 017
Изменение оборотного капитала	-31	-25	-499	-400	-213	-141	-84
Налог на прибыль и налоговый щит	-181	-207	-709	-1 110	-1 295	-1 424	-1 558
Инвестиции	-7 131	-9 231	-9 723	-9 092	-7 820	-2 633	-2 546
FCFC	-5 865	-7 545	-6 491	-4 072	-1 541	4 466	4 829
фактор дисконтирования	1,00	0,90	0,80	0,72	0,64	0,58	0,52
Дисконтирование денежных потоков	-5 865	-6 760	-5 210	-2 928	-993	2 578	2 497
Сумма ДДП	-16 681						
Темп прироста постпрогнозный	5%						
Terminal value	77 430						
Fair EV	23 360						
Чистый долг 2008	-10 843						
Капитализация	34 202						
Количество обыкновенных акций	1 153 514						
Стоимость 1 обыкновенной акции	0,0297						

Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц

Баланс, млн. \$	2 006	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Основные средства	8 593	12 796	19 208	27 347	35 186	42 075	47 481	47 481	47 481
Прочие внеоборотные активы	326	392	438	521	969	1 323	1 527	1 665	1 716
<i>Итого внеоборотные активы</i>	<i>8 919</i>	<i>13 188</i>	<i>19 646</i>	<i>27 868</i>	<i>36 155</i>	<i>43 398</i>	<i>49 008</i>	<i>49 146</i>	<i>49 198</i>
Запасы	61	73	82	97	181	247	285	311	320
Дебиторская задолженность	423	509	569	676	1 258	1 717	1 982	2 161	2 228
Денежные средства	223	268	12 053	4 786	662	904	1 043	1 137	5 098
Прочие оборотные активы	54	65	73	87	161	220	254	277	286
<i>Итого оборотные активы</i>	<i>761</i>	<i>915</i>	<i>12 777</i>	<i>5 646</i>	<i>2 262</i>	<i>3 088</i>	<i>3 564</i>	<i>3 886</i>	<i>7 931</i>
Итого активы	9 681	14 103	32 423	33 515	38 416	46 486	52 572	53 033	57 129
Капитал	6 051	10 436	28 165	28 744	30 756	33 906	37 553	41 556	45 990
Долгосрочные займы	950	668	868	814	869	2 807	3 628	455	0
Отложенная налоговая задолженность	535	642	718	854	1 588	2 168	2 502	2 728	2 812
<i>Итого долгосрочные пассивы</i>	<i>1 484</i>	<i>1 310</i>	<i>1 586</i>	<i>1 668</i>	<i>2 457</i>	<i>4 975</i>	<i>6 130</i>	<i>3 183</i>	<i>2 812</i>
Кредиторская задолженность	369	419	456	554	720	846	935	999	992
Краткосрочные кредиты	383	263	342	321	342	1 106	1 429	179	0
Прочие обязательства	1 394	1 675	1 873	2 227	4 141	5 654	6 525	7 116	7 335
<i>Итого краткосрочные пассивы</i>	<i>2 145</i>	<i>2 357</i>	<i>2 671</i>	<i>3 102</i>	<i>5 204</i>	<i>7 606</i>	<i>8 889</i>	<i>8 294</i>	<i>8 327</i>
Итого пассивы	9 681	14 103	32 423	33 515	38 416	46 486	52 572	53 033	57 129

Отчет о прибылях и убытках	2 006	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Выручка	2 037	2 447	2 736	3 254	6 049	8 259	9 532	10 395	10 715
Себестоимость	(1 558)	(1 770)	(1 930)	(2 345)	(3 046)	(3 578)	(3 955)	(4 225)	(4 193)
Валовая прибыль	478	677	805	909	3 003	4 681	5 577	6 170	6 522
Операционная прибыль (ЕБИТ)	478	677	805	909	3 003	4 681	5 577	6 170	6 522
Амортизация	340	452	672	1 009	1 437	1 849	2 211	2 495	2 495
ЕБИТДА	818	1 128	1 478	1 918	4 440	6 530	7 788	8 665	9 017
Проценты	(73)	(51)	(66)	(62)	(62)	(76)	(245)	(317)	(40)
Прочее	842	(167)	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	1 247	459	739	847	2 941	4 605	5 331	5 852	6 483
Налог на прибыль	(323)	(110)	(177)	(203)	(706)	(1 105)	(1 280)	(1 405)	(1 556)
Чистая прибыль	925	348	562	644	2 235	3 500	4 052	4 448	4 927

Источник: данные компании, оценка Ист Коммерц

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц.

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре.

Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений.

Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Ист Коммерц может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Коммерц также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

Адрес : 123317, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, Блок Б

Тел.: (495) 644-1122

Факс: (495) 644-4797

Email: research@eastkom.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр

тел.: (495) 644-1122

e-mail: AFetisov@eastkom.ru

Департамент продаж

*Head of Equity Sales/
Domestic Sales*

Пермяков Никита

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

e-mail: NPernyakov@eastkom.ru

*Equity Sales Manager/
International Sales*

Ашешов Ник

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент управления активами

Аляпкин Максим

тел.: (495) 644-1122

e-mail: MAlyapkin@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

Head of Brokerage

Иванов Алексей

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: AIvanov@eastkom.ru

Представительства в России

С-Петербург

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413, тел.: +7 (812) 332-5085

Petersburg@eastkom.ru

Калининград

236040, г. Калининград, ул. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254

Kalininograd@eastkom.ru

Ставрополь

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965

Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

650025, г. Кемерово, ул.Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542

Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523

Lipeck@eastkom.ru

Ростов-на-Дону

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088

Rostov@eastkom.ru

Воронеж

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261

Voronozh@eastkom.ru

Оренбург

460000, г. Оренбург, ул. Краснознаменная, 22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072

Orenburg@eastkom.ru

Уфа

450077, г. Уфа, ул.Пушкина, 85/1, оф.210, тел.: +7 (3472) 923-271

Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

428000, г. Чебоксары, ул. Петрова, д. 6, оф.305, тел.: +7 (8352) 200-582

Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

454091 г. Челябинск, ул.Кирова, 19 оф.507, тел.: +7 (351) 247-5274

Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

690001, ул. Абрековская, 8в, оф.1, тел. +7 (4232) 22-36-51

Vladivostok@eastkom.ru

Представительства в Центральной Азии

Узбекистан

700084, г.Ташкент, ул. Амира Тимура, дом 107 Б, тел.: +998 71 1385767

факс: +998 71 1385768

Кыргызстан

720040, г. Бишкек, ул.Логвиненко, д.37 А, тел.: +996 31 2660763

факс: +996 31 2660806