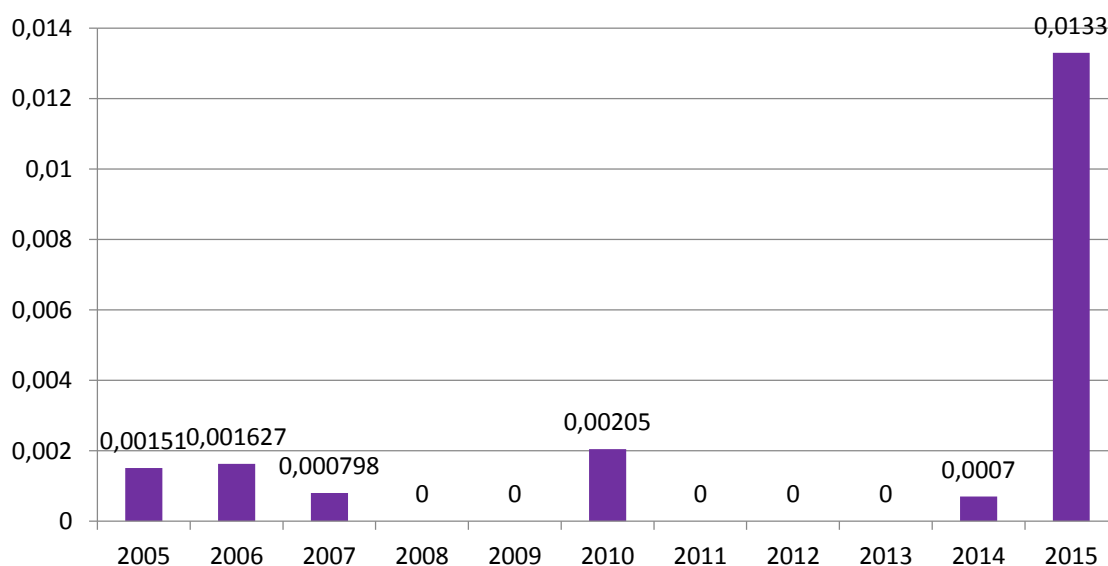


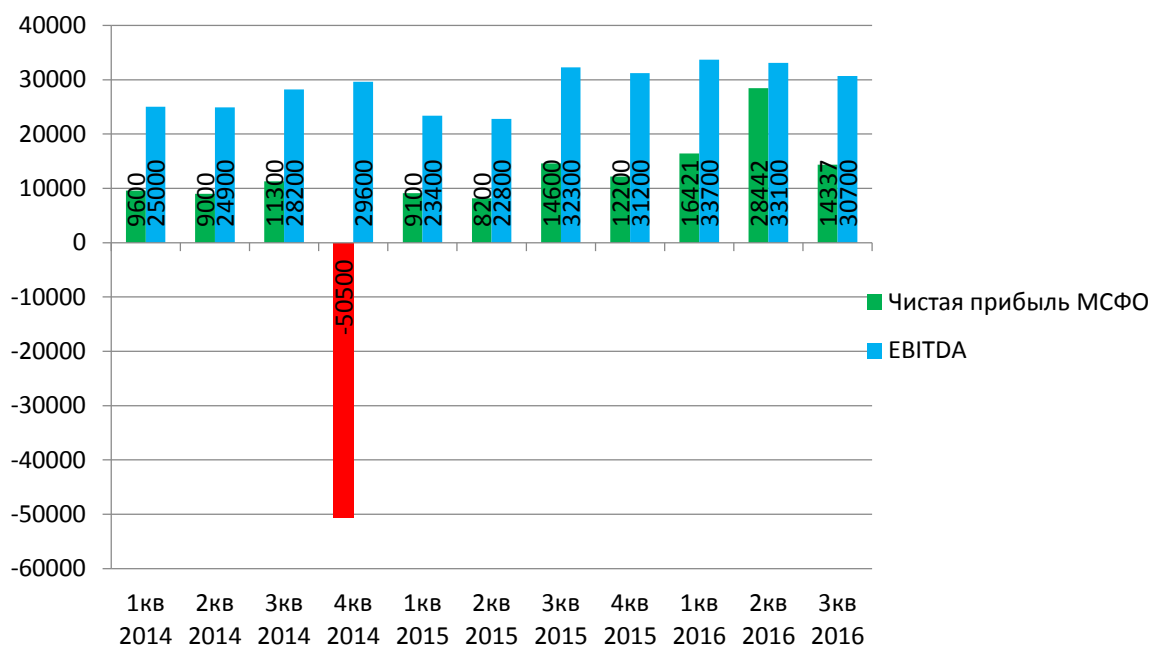
Обзор по эмитенту ФСК ЕЭС

Лучшая дивидендная бумага по итогам 2015г, скорее всего, повторит солидные выплаты для акционеров и, более того, история постепенно преобразуется в погашение долга. Индексация тарифов, завершение части инвестиционных проектов и улучшение финансового состояния локальных потребителей (во многом за счет материнской компании Россети) позволило существенно увеличить прибыль и заплатить рекордный дивиденд:

ФСК дивиденд на акцию



Вообще, ралли в энергетике началось именно с ФСК (одна из немногих ликвидных бумаг в секторе) и позднее распространилось на генерацию и холдинг Россети. Сектор прибывал в упадке после реформы РАО ЕЭС: замораживание тарифов, масштабные инвестиционные программы и отрицательная отдача для акционеров. Сейчас большая часть проблем позади и разговоры о «перегреве» в энергетике преждевременны.



Операционная деятельность в 2016г. только улучшилась – сыграла роль увеличения тарифов и выполнения плана по техприсоединению. Компания получила ударную прибыль в 1 полугодии, теперь ей достаточно просто не испортить результат в 4 квартале.

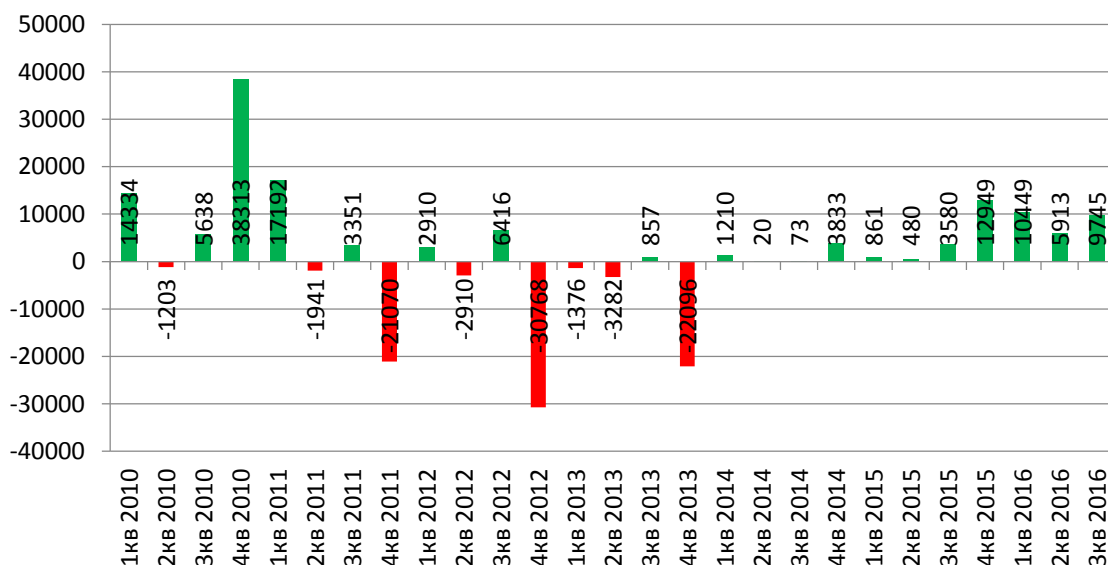
- Будут ли дивидендные выплаты аналогичны 95% от прибыли по РСБУ в прошлом году? Есть все основания полагать, что да:
- Материнской компании Россети нужны деньги для дофинансирования убыточных дочерних компаний (например, МРСК Северного Кавказа), а ФСК – основной центр прибыли для холдинга на данный момент
- Переговорная сила сетевых компаний значительно ниже, чем у нефтегазового сектора. И для выполнения указов Правительства, Россети должны вытащить деньги из ФСК
- Инвестиционная программа завершается, долг существенный (о нем далее), но не сильно обременителен для компании

Тарифы на 2^й RAB-период

	1 июля 2015 г.	1 июля 2016 г.	1 июля 2017 г.	1 июля 2018 г.	1 июля 2019 г.
Доходность на капитал	10%	10%	10%	10%	10%
Рост тарифа	7,5%	7,5%	7,0%	6,2%	6,2%
Тарифная ставка (руб/МВт в мес.)	144 686,52	155 541,58	166 457,39	176 778,41	187 698,91

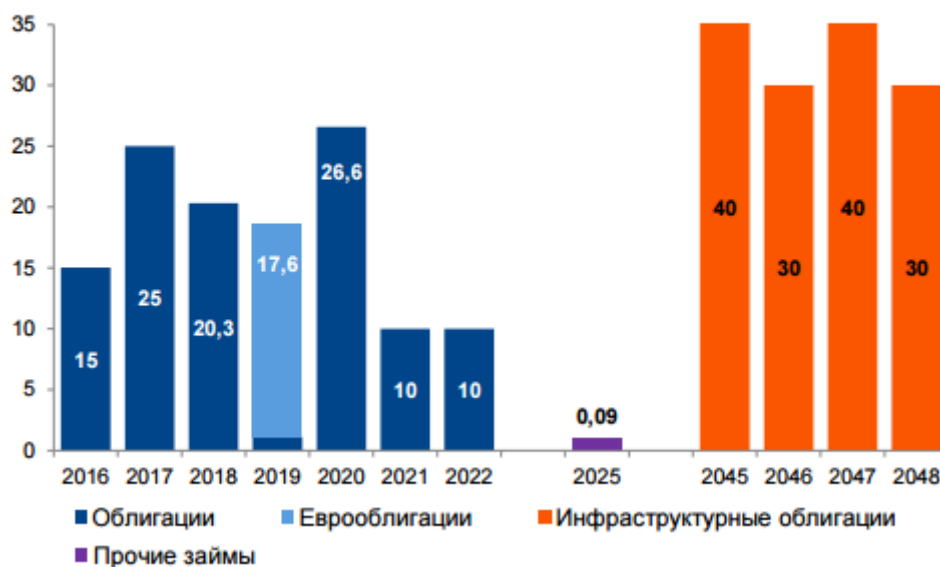
Момент с определением норм по дивидендам самый тонкий в истории ФСК, но шансы значительно выше, чем в Газпроме и Россетях, а значит риска меньше.

ФСК Чистая прибыль по РСБУ



Второй драйвер – это чистый долг и варианты его резкого сокращения. По данным 3 квартала он составляет 217 млрд рублей. Не мало для капитализации 229 млрд рублей. Мультипликатор чистый долг/ЕБИТДА равен 1,7. Средняя стоимость долга 10,7%. График платежей:

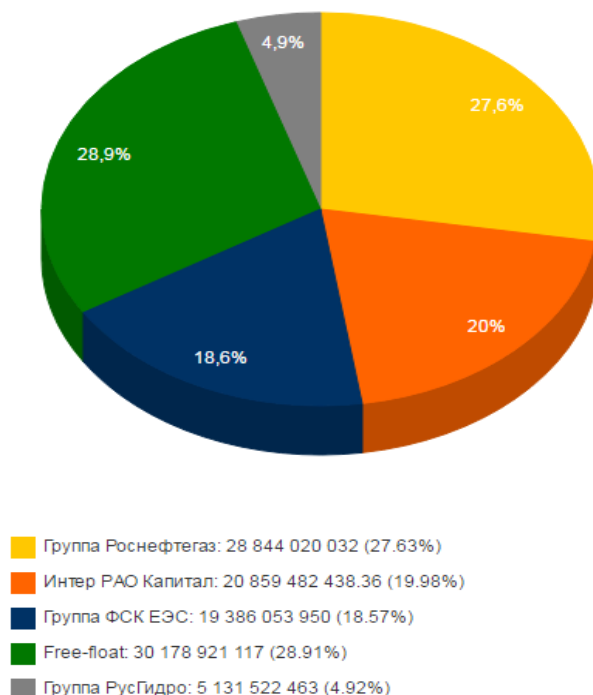
График погашения задолженности, млрд руб.



Но после реформы РАО ЕЭС на балансе у ФСК остался крупный пакет в 18,57% Интер-РАО. До 2015г капитализация энергетиков снижалась, и этот пакет был скорее обременением, чем выгодным вложением. Но с начала года акции Интер-РАО выросли почти в 4 раза. Цена закрытия на 30.12.2015 – 1,06 рубля на акцию. На данный момент их стоимость равна 4 рублям. Фактически пакет подорожал с 20,5 до 77,5 млрд рублей.

Структура акционерного капитала

Структура акционерного капитала ПАО «Интер РАО» (на 10.10.2016):



Руководитель ФАС неоднократно высказывался о необходимости продажи непрофильных активов госкомпаниями, особенно в убыточных (до 2015г) сетях и генерациях. Русгидро и Россети уже реализовали большую часть непрофильных активов, в том числе акций в других компаниях. Очевидно, что пакет в Интер-рао для ФСК непрофильный и будет продан в середине-конце 2017г (а может и раньше). Рассмотрим разные варианты продажи в зависимости от котировок Интер-Рао:

Цена продажи	3 руб	4 руб	5,5 руб
Цена 18,57% пакета	58 158 161 850,00 руб	77 544 215 800,00 руб	106 623 296 725,00 руб

Цифра в 5,5 рублей вполне реальна для Интер-Рао в 2017г, с учетом его текущих успехов. Возможно, даже и больше + крупный пакет может продаваться с премией.

Продажа акций за 106 млрд означает для ФСК снижение чистого долга на эту же сумму. Enterprise value не изменится, но снижение долга компенсирует рост рыночной капитализации. **Тогда стоимость акции может составить 0,263 рубля.** Это теория, но на практике с металлургами (Северсталь, ММК) произошел именно такой случай за счет снижения чистого долга. Сейчас мультипликатор $P/E = 4$ – это очень мало даже для ММВБ, но в энергетике много дешевых компаний и ФСК из них одна из самых ликвидных и качественных.

Даже если руководство компании не повторит высокий % по дивидендам, то ФСК все равно останется очень крепкой компанией с понятными драйверами роста. По крайней мере, до следующих реформ в сетевых компаниях.

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном отчете.

ООО «Пермская фондовая компания»

Трейдеры (342) 210-59-64, 210-59-76