

## Отчетность ФСК ЕЭС разочаровала рынок

ФСК ЕЭС опубликовало отчетность по МСФО за первое полугодие 2012 года.

Как результат, цифры оказались как хуже ожиданий наших и рыночных ожиданий, так и хуже аналогичных данных по РСБУ. В частности, данные по показателю EBITDA упали с 42 млрд. рублей оценки по РСБУ и 43,3 млрд. рублей оценки по МСФО год назад до 35,5 млрд. рублей в этом году (т.е. на 20%). В итоге, мы понижаем свой прогноз по уровню EBITDA компании за 2012 год с 87 млрд. рублей до 78,4 млрд. рублей и по уровню выручки с 147 млрд. рублей до 141,2 млрд. рублей. В то же время, мы понижаем и прогноз по объему инвестиций компании с 175 млрд. рублей до 155 млрд. рублей в год в среднем на период 2013-2017 гг., исходя из принятой недавно программы правительства.

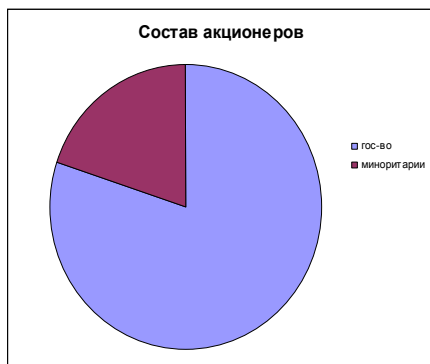
Мы считаем, что текущее соотношение рост тарифов/инвестпрограмма в среднесрочном периоде остается на грани устойчивости и уже в 2015-2016 годах соотношение чистого долга к EBITDA достигнет 4, а соотношение EBITDA к выплаченным чистым процентам достигнет критических 3 (при условии сохранения средней ставки заимствования на уровне 8%). В результате, недостаток средств будет восполнен после 2015 года либо благодаря росту темпа прироста тарифа компании до, как минимум, 15% в год при сохранении текущих планов по инвестпрограмме, либо через сокращение текущих планов по инвестпрограмме в 2 раза при сохранении принятых темпов роста тарифа, либо через масштабные, скорее всего, ежегодные допэмиссии в пользу гос-ва, но скорее через комбинацию всех трех путей. Все это, с одной стороны, увеличивает неопределенность для миноритариев относительно будущего компании за пределами 2014 года, а, с другой стороны, говорит о том, что выбор этого будущего будет скорее между умеренно-негативным и просто негативным сценарием с точки зрения миноритариев. Так даже рост доходов компании через дополнительное повышение тарифов приведет скорее к более умеренному уровню кредитной нагрузки, чем к увеличению доходов миноритариев (особенно на фоне усиленных разговоров о строительстве энергомоста с Дальнего Востока в европейскую часть РФ ориентировочной стоимостью в 1,2 трлн. рублей (по ценам 2012 года) с 2017 по 2022 год, что может увеличить, даже по самым приблизительным расчетам объем инвестпрограммы с 2017 года в 3 раза с уровнем 2013 года). В то же время стоит отметить, что похоже уже начиная с 2014 года ФСК ЕЭС начнет выплату дивидендов в виде 25% от чистой прибыли по МСФО, что, конечно, не изменит кардинально отношение инвесторов к компании (ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие годы, исходя из текущей цены в районе 1,5-2%), но может стать приятным подсластителем к не самой благоприятной для инвесторов ситуации в компании.

В целом, наша рекомендация по акциям ФСК ЕЭС остается ДЕРЖАТЬ со справедливой ценой на уровне 0,221 рубля за акцию и потенциалом роста в размере 2% от текущих котировок.

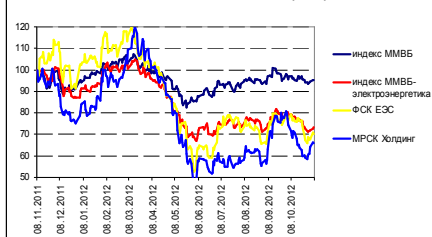
### ФСК ЕЭС

тикер	FEES
Текущая цена, руб.	0,216
Кол-во акций, шт.	1263
Рыночная капитализация, млрд. руб.	272,8
EV, млрд. руб.	407
Справедливая цена, руб.	0,221
Потенциал роста, %	2%
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ

### Состав акционеров



### Динамика акций ФСК ЕЭС и МРСК холдинга относительно индексов ММВБ и индекса ММВБ-электроэнергетика



**Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363****Солодин Дмитрий**

Ситуационный анализ

**Самарец Ольга**

Потребительский сектор

**Наумов Александр**

Электрoэнергетика

**Егишянц Сергей**

Макрoэкономика, мировые рынки

**Трейдинг + 7 (495) 937 3363****Лобанов Александр**

Начальник отдела

[lobjr@prsp.ru](mailto:lobjr@prsp.ru)**Кузнецова Ирина**[kuznetsova@prsp.ru](mailto:kuznetsova@prsp.ru)**Хмельник Михаил**[hop@prsp.ru](mailto:hop@prsp.ru)**Билялов Энвер**[bilyalov@prsp.ru](mailto:bilyalov@prsp.ru)**Зуев Дмитрий**[zouev@prsp.ru](mailto:zouev@prsp.ru)**Бохин Александр**[abokhin@prsp.ru](mailto:abokhin@prsp.ru)**Сильвестров Кирилл**[ksilvestrov@prsp.ru](mailto:ksilvestrov@prsp.ru)**Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»**

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

[www.prsp.ru](http://www.prsp.ru)[www.itinvest.ru](http://www.itinvest.ru)[www.prospect.com.ua](http://www.prospect.com.ua)[www.plasma-prospect.com](http://www.plasma-prospect.com)

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.