



Российские акции / Электроэнергетика

## ФСК

Центр консолидации сетей

HOLD

ФСК ЕЭС	FEES
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	₽0,110
Цена сделки	₽0,098
Потенциал роста	+12%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация	₽123 млрд
Среднедневной оборот	₽60 млн

### Динамика котировок



### Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2020	2021	2022П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, млрд руб.	237,3	226,3	250,4
Выручка, г/г	-4,9%	-4,6%	10,6%
ЕБИТДА, млрд руб.	108,2	125,9	136,7
ЕБИТДА, г/г	-22%	16%	9%
Чист. прибыль, млрд руб.	59,4	67,9	82,6
Чистая прибыль, г/г	-31%	14%	22%
<b>Кэффициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность ЕБИТДА	46%	56%	55%
Чистый долг / ЕБИТДА	1,8	1,5	1,4
P/E	4,5x	4,3x	1,5x
EV/ЕБИТДА	4,3x	3,8x	2,3x
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, руб.	0,009	0,016	0
Див. доходность	4,3%	7,0%	0,0%

Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

- «Россети ФСК ЕЭС» (ФСК) – российская энергетическая компания, осуществляющая эксплуатацию и управление Единой национальной электрической сетью России, состоящей из высоковольтных магистральных линий электропередачи и подстанций. Компания является субъектом естественной монополии и включена в перечень системообразующих организаций России, имеющих стратегическое значение.
- 15 июля электросетевой госхолдинг «Российские сети» («Россети») и его крупнейшая дочерняя компания ФСК объявили о слиянии. Базой объединения станет ФСК, которая проведет допэмиссию акций. Бумаги будут обменяны на акции «Россетей». Мы полагаем, что в результате планирующейся сделки акции «Россетей» и ФСК будут иметь уровни поддержки вблизи озвученных цен выкупа акций у несогласных («Россети» – 0,6058 руб.), ФСК – 0,0904 руб.
- Затем цена будет зависеть от результатов оценки ФСК и объемов допэмиссии. И уже в более долгосрочном периоде на перспективы котировок будут влиять обновленная инвестиционная программа, стратегия и дивидендная политика. Исходя из баланса рисков, мы присваиваем ФСК рекомендацию «НА УРОВНЕ РЫНКА», так как рассчитанная нами методом DCF оценка акций не дает большей премии к текущей рыночной цене. Мы допускаем, что цена оценщика не будет отличаться от текущих рыночных котировок более чем на 10%.

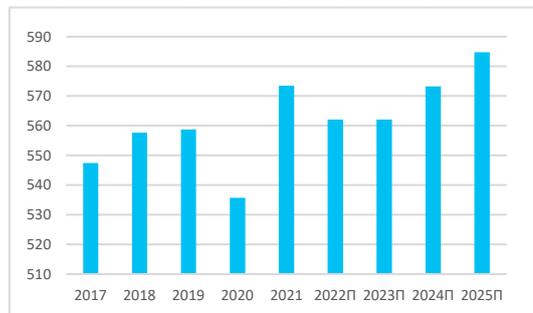
### Россети

«Россети» – крупнейший российский электроэнергетический холдинг, осуществляющий эксплуатацию и управление Единой национальной электрической сетью (ЕНЭС). В состав компании входят подразделения, владеющие магистральными сетями высокого напряжения и распределительными сетями регионального значения. «Россети» осуществляет регулируемую деятельность по оказанию услуг по передаче электрической энергии по ЕНЭС и распределительным электрическим сетям, технологическому присоединению к электрическим сетям и прочие нерегулируемые виды деятельности. Сегмент магистральной передачи электроэнергии находится в ведении ПАО «ФСК ЕЭС». Холдинг владеет 80,13% акций ФСК. Распределительные сети управляются головной компанией через семейство дочерних межрегиональных распределительных компаний (МРСК). Холдинг является мажоритарным контролирующим акционером МРСК.

### ФСК

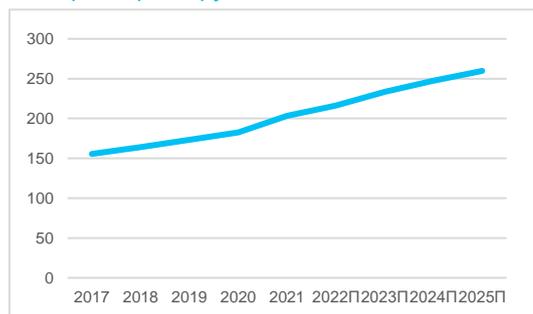
ПАО «ФСК ЕЭС» – наиболее прибыльная структура холдинга. Компания обеспечивает энергоснабжение потребителей в 77 регионах России. За счет электроэнергии, передаваемой по сетям ФСК, покрывается около половины совокупного энергопотребления всей страны. Численность

Диаграмма 1. Отпуск электроэнергии, млрд. кВтч



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Диаграмма 2. Тарифы на передачу электроэнергии, руб/ ГВт\*мес



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

персонала ФСК превышает 22 тыс. человек. Компания является субъектом естественной монополии и включена в перечень системообразующих организаций России, имеющих стратегическое значение. ФСК контролирует 142 тыс. км высоковольтных магистральных линий электропередачи и 944 подстанции общей мощностью более 345 тыс. МВА. Основные доходы компания получает от передачи электроэнергии по магистральным сетям, за которые платят дочерние компании «Россетей» (распределительные сети) и крупные промышленные потребители. В среднем, в обычные годы объемы передачи электроэнергии у компании растут на 0,5-1%.

Энергетическая стратегия РФ на период до 2035 года предусматривает рост энергопотребления в 1,18-1,25 раза до 1,31-1,38 трлн кВт\*ч, в том числе за счет электрификации железнодорожного транспорта и распространения электромобилей. Прогнозируется, что при средних темпах роста ВВП в 2,3-3,0% в год средний темп роста энергопотребления составит 0,3-0,6% за счет повышения энергоэффективности российской экономики.

Тарифы на услуги по передаче электрической энергии по ЕНЭС устанавливаются с применением метода доходности инвестированного капитала (RAB-регулирование). Во избежание резкого роста тарифов предусмотрен механизм сглаживания, заключающийся в перераспределении необходимой валовой выручки по годам в течение всего долгосрочного периода регулирования. В среднем, в последние годы тарифы компании росли на 6% в год.

ФСК является устойчиво прибыльной (с рентабельностью по EBITDA около 55%), умеренной долговой нагрузкой (ND/EBITDA около 1,5x) и стабильной дивидендной политикой вплоть до последнего времени. Компания с 2017 года направляла на дивиденды не менее 50% от скорректированной чистой прибыли по РСБУ. За 2021 год компания отказалась от выплаты дивидендов, что не означает прекращения их выплат в дальнейшем. Мы полагаем, что после запланированной консолидации (см. ниже) объединённая компания может вернуться к практике выплаты дивидендов, однако нельзя исключить что дивидендная политика будет обновлена и коэффициент дивидендных выплат может быть понижен из-за необходимости роста капвложений в сегменте распределительных сетей и присоединения менее прибыльных МРСК.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Дивиденды на акцию, руб	0,015	0,015	0,025	0,009	0,016	0

Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

### Консолидация

15 июля Совет директоров «Россетей» и ФСК рассмотрел вопрос объединения компаний путем присоединения «Россетей» к ФСК. Холдинг выступает в качестве управляющей компании этих активов, но не контролирует напрямую их операционную деятельность.

Акционеры ФСК будут рассматривать слияние 14 сентября, владельцы акций «Россетей» – 16 сентября 2022 г. Контрольный пакет «Россетей» (88%) принадлежит Росимуществу. Также к ФСК той же допэмиссией присоединят компании «Томские магистральные сети», «Кубанские магистральные сети», Дальневосточную энергетическую управляющую компанию. Несогласные с реорганизацией смогут продать свои бумаги по оферте. Выкуп обыкновенных акций «Россетей» пройдет по 0,6058 руб. за штуку, привилегированных – по 1,273 руб. за бумагу. Акции ФСК у несогласных будут выкуплены по 0,0904 руб. за штуку. 15 июля на закрытии Мосбиржи обыкновенные акции «Россетей» стоили по 0,6267 руб. за штуку, префы – по 1,247 руб. Акция ФСК торговалась по 0,0886 руб.

По информации «Коммерсантъ», в результате доля государства в объединенной компании должна остаться выше 75%, при этом у компании образуется существенный казначейский пакет. Впоследствии данный пакет может использоваться для консолидации других дочерних структур холдинга, что также вносит неопределенность в перспективы их акций так как делает их подверженными влиянию оценщика, оценка которого может по отдельным компаниям (или привилегированным акциям) отличаться от рыночных. Объединенная компания, в отличие от «Россетей», станет операционной компанией, а не холдинговой, так как получит операционный контроль над активами, которые приносят ей больше половины суммарной выручки.

Мы полагаем, что в результате планирующейся сделки цены акций «Россетей» и ФСК будут иметь в качестве поддержки цены выкупа акций у несогласных (Россети – 0,6058 руб.), ФСК – 0,0904 руб. Затем цена будет зависеть от результатов оценки ФСК и объемов допэмиссии. И уже в более долгосрочном периоде на перспективы котировок будут влиять обновленная инвестиционная программа, стратегия и дивидендная политика.

### Оценка стоимости

Мы оценили справедливую стоимость акций ФСК методом дисконтированных денежных потоков (ДДП), чтобы понять на сколько цена оценщика может отличаться от рыночных котировок. Мы использовали ставку дисконтирования (Weighted Average Cost of Capital или WACC) 14,76% и темп роста в постпрогнозный период (Terminal Growth Rate) в размере 5,0%. Это сбалансированный подход, отражающий как долгосрочные перспективы инфляции примерно в 4%, так и 1% роста операционных показателей. Полученная таким образом целевая цена – 0,11 руб./акция -- подразумевает потенциал роста 12% к текущей.

Мы полагаем, что оценка оценщиков будет между ценой выкупа у несогласных – 0,094 руб. и нашим оценочным ориентиром – 0,11 руб. Исходя из баланса рисков, мы присваиваем ФСК рекомендацию «ДЕРЖАТЬ», так как рассчитанная нами методом DCF оценка акций не дает большей премии к текущей рыночной цене. Мы допускаем, что цена оценщика не будет отличаться от текущих рыночных котировок более чем на 10%.

Табл. 1 Оценка компании по методу DCF

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030 TV
Выручка	Млрд. руб.	250,4	269,9	291,1	311,4	331,5	351,4	370,9	389,6	409,4
ЕВИТ	Млрд. руб.	92,7	102,5	112,1	121,4	129,3	137,1	144,6	152,0	159,7
ЕВИТ *(1-Т)	Млрд. руб.	74,1	82,0	89,7	97,1	103,4	109,6	115,7	121,6	127,7
Амортизация	Млрд. руб.	44,1	47,0	48,9	51,2	53,7	56,4	59,1	61,8	64,5
Капвложения	Млрд. руб.	116,0	91,0	104,0	111,2	118,4	121,4	124,4	127,5	130,7
Изм. WC	Млрд. руб.	-16,9	3,9	4,3	4,0	4,0	4,0	3,9	3,8	3,9
FCFF	Млрд. руб.	19,1	34,2	30,3	33,1	34,7	40,6	46,5	52,1	57,6
WACC	%	14,8%								
Коэф. Дисконтирования		0,87	0,76	0,66	0,58	0,50	0,44	0,38	0,33	0,29
Terminal growth rate	%	5%								
Terminal value	Млрд. руб.									622,3
NPV FCFF	Млрд. руб.	16,66	25,95	20,06	19,06	17,41	17,79	17,73	17,31	16,68
EV	Млрд. руб.	325,67								
Чистый долг	Млрд. руб.	191								
Целевая капитализация	Млрд. руб.	134,67								
Число акций	Млрд.	1 274								
<b>Целевая цена</b>	<b>Руб.</b>	<b>0,11</b>								
Текущая цена	Руб.	0,098								
<b>Потенциал роста</b>	<b>%</b>	<b>12%</b>								

#### Риски

- Срыв сделки по консолидации активов или получение неблагоприятных условий оценки
- Отказ от выплаты дивидендов из-за роста капиталовложений.
- Введение санкций против компании в рамках общего давления, оказываемого на российскую экономику.
- Недостаточное для покрытия растущих затрат повышение тарифов на передачу энергии.

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>  
Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Открытие © 2022

АО «Открытие Брокер» (бренд «Открытие Инвестиции»), лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному роду действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в отчет изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составляющего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершить операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Европейском Экономическом Союзе (ЕЭС) аналитический отчет может быть адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ»). В Великобритании аналитический отчет может быть адресован исключительно (1) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), (2) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа, а также (3) лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ») в той части, в которой он формирует внутренний Закон Великобритании в силу Закона о выходе Великобритании из ЕЭС от 2018 года. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ  
[clients@open.ru](https://clients.open.ru)  
[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)  
[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Антон Затолокин

Начальник управления

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российский рынок акций

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков

Ведущий аналитик, еврооблигации

Осман Алистанов

Младший аналитик, рублевые облигации

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования