



Аналитический обзор
17 февраля 2010 г.

Электроэнергетика
Россия

ФСК

Рекомендация: **ПОКУПАТЬ**

Финансовые результаты за 6 мес. 2009 г

Аналитик: Олег Зотиков
Эл. почта: OZotikov@veles-capital.ru

Основные моменты

- 4 февраля текущего года ФСК возобновила публикацию своей промежуточной отчетности по МСФО. По данным неаудированной отчетности за 6 мес. 2009 г. выручка компании выросла на 26% по сравнению с аналогичным периодом прошлого 2008 г. до 42,2 млрд руб. Расходы от текущей деятельности ФСК увеличились на 16% и составили 35,5 млрд руб.
- В итоге прибыль от продаж ФСК за отчетный период выросла на 4% и составила 5,4 млрд руб. Чистая прибыль компании по итогам 6 мес. 2009 г. возросла на 161% и зафиксирована на уровне 7,9 млрд руб. Отметим, что на прибыльность компании значительно повлияли бумажные статьи, такие как убыток от обесценения основных средств в размере 3,6 млрд руб. и прибыль от переоценки финансовых вложений в размере 13,5 млрд руб. Таким образом сравнивать данные результаты за 2008 г. и 2009 г. не совсем корректно.
- EBITDA ФСК, очищенная от разовых статей, по итогам 6 мес. 2009 г. увеличилась на 36% и составила 18,2 млрд руб. Таким образом, рентабельность ФСК по EBITDA составила 43%, что на 3,1 п.п. выше данного показателя за 6 мес. 2008 г.
- Что касается балансовых показателей, то долг компании сократился более чем в 2 раза, при этом из-за значительной денежной позиции соотношение чистого долга к EBITDA составляет отрицательное значение. Однако касаясь денежной позиции стоит отметить риски связанные с тем, что ФСК в первом полугодии 2009 г. реструктурировала имеющиеся у нее векселя ФК «Открытие» и «Открытие финанс» на 7,3 млрд руб., срок погашения которых был в 2010 г. Теперь же срок погашения данных векселей сдвинут на 2014-2015 гг., а их объем увеличился до 7,7 млрд руб.
- В итоге ФСК ожидаемо показывает одни из самых высоких показателей рентабельности в секторе электроэнергетики в целом. Однако ценность публикации данных результатов не очень велика, т.к. они уже частично учтены рынком после уже опубликованных промежуточных отчетов по РСБУ за 2009 г. Также стоит отметить, что в 2010 г. компания уже работает в других условиях, а именно при RAB тарифообразовании, что должно еще больше повысить ее эффективность. В итоге мы пересмотрели свою модель стоимости ФСК исходя из опубликованных результатов, а также пересмотрев ставку дисконтирования. В результате мы подняли нашу прогнозную цену акций компании с 0,0117 долл. до 0,0149 долл. за акцию и повышаем нашу рекомендацию до «ПОКУПАТЬ» на них.

Основные показатели

Динамика котировок акций ФСК относительно индекса РТС



Информация об эмитенте

Код РТС	FEES
Цена акции, долл.	0,0103
Мин./макс. цена за год, долл.	0,0022 / 0,0110
Справедливая цена на конец года, долл.	0,0149
Потенциал роста, %	44,39
Всего акций, шт.	1 233 561
Рыночная капитализация, млн долл.	12 706
EV, млн долл.	11 548

Финансовые показатели	2008	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	2 847,1	2 576,4	3 965,2
EBITDA, млн долл.	960,2	1 212,8	2 129,1
Чистая прибыль, млн долл.	(958,5)	713,2	1 303,4
Норма EBITDA, %	33,7	47,1	53,7
Норма чистой прибыли, %	-	27,7	32,9
NOPAT, млн долл.	234,2	515,5	1 106,2
ROIC, %	2,1	3,4	6,8
ROE, %	-	3,5	6,2

Мультипликаторы	2008	2009 (П)	2010 (П)
P/E	-	17,8	9,7
P/S	4,5	4,9	3,2
$EV/EBITDA$	12,0	9,5	5,4
P/BV	0,6	0,6	0,5
$ROIC/WACC$	0,1	0,2	0,4





Финансовая модель ФСК

Структура выручки, млн долл.

	2007	2008	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Общая протяженность сетей, км	116 998	118 045	119 553	122 596	124 416	127 972	127 972	127 972	127 972	127 972
Мощность трансформаторов МВА		286 185	295 793	303 318	313 842	328 025	328 025	328 025	328 025	328 025
Заявленная мощность потребителей, Мвт	88 697	96 702	94 636	90 057	90 057	90 057	90 057	90 057	90 057	90 057
Полезный отпуск э/э, ГВтч	464 045	471 958	449 308	460 744	474 598	495 485	502 917	510 461	518 118	525 890
Потери	21 401	21 886	20 836	21 366	22 008	22 977	23 322	23 671	24 027	24 387
Потери э/э, %	4,61	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Тариф на мощность, долл./МВт мес.	1 725	1 937	1 831	3 127	4 074	5 055	5 916	5 959	6 081	6 250
Тариф на компенсацию потерь, долл./МВтч	23	19	17	20	24	28	33	39	45	47
Размер инвестированного капитала, млн долл.	-	-	-	22 244	24 871	28 061	30 406	29 855	29 830	30 037
Выручка, млн долл.:										
от передачи э/э:										
при тарифообразовании по методу "затраты +"	2 327	2 663	2 425	-	-	-	-	-	-	-
оплата мощности	1 836	2 248	2 079	-	-	-	-	-	-	-
компенсация потерь	491	415	345	-	-	-	-	-	-	-
при тарифообразовании по методу RAB	-	-	-	3 803	4 939	6 103	7 166	7 357	7 641	7 903
оплата мощности	-	-	-	3 380	4 403	5 463	6 394	6 440	6 572	6 755
возврат инвестированного капитала	-	-	-	1 025	1 127	1 247	1 344	1 356	1 389	1 433
доход на инвестированный капитал	-	-	-	1 104	1 883	2 713	3 455	3 417	3 443	3 496
условно-постоянные (подконтрольные) расходы	-	-	-	1 251	1 393	1 503	1 594	1 666	1 740	1 826
компенсация потерь (неподконтрольные расходы)	-	-	-	424	536	640	772	917	1 070	1 149
прочая выручка	64	184	152	162	182	198	213	224	237	251
Итого выручка	2 391	2 847	2 576	3 965	5 121	6 302	7 378	7 581	7 878	8 154
рост, %		19,1	-9,5	53,9	29,1	23,1	17,1	2,8	3,9	3,5

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Структура себестоимости, млн долл.

	2007	2008	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Затраты на покупную энергию	467	520	432	530	670	801	965	1 147	1 338	1 437
Оплата труда	406	550	423	651	841	1 034	1 211	1 244	1 293	1 339
Амортизация	537	652	547	724	1 037	1 226	1 420	1 606	1 681	1 673
Прочее	741	1 020	675	914	1 121	1 311	1 423	1 442	1 471	1 496
Итого себестоимость	2 151	2 741	2 078	2 819	3 668	4 373	5 020	5 440	5 783	5 945
рост, %		27,4	-24,2	35,7	30,1	19,2	14,8	8,4	6,3	2,8

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2007	2008	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Выручка	2 391	2 847	2 576	3 965	5 121	6 302	7 378	7 581	7 878	8 154
Себестоимость	(2 151)	(2 741)	(2 078)	(2 819)	(3 668)	(4 373)	(5 020)	(5 440)	(5 783)	(5 945)
Прочие опеац. доходы (расходы)	198	202	167	259	336	413	484	498	517	535
ЕБИТДА	975	960	1 213	2 129	2 825	3 569	4 263	4 245	4 293	4 418
Амортизация	(537)	(652)	(547)	(724)	(1 037)	(1 226)	(1 420)	(1 606)	(1 681)	(1 673)
Операционная прибыль (ЕБИТ)	437	308	666	1 405	1 788	2 343	2 843	2 639	2 612	2 745
Финансовые доходы (расходы)	(85)	(1 711)	255	250	139	9	(53)	44	146	266
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	178	(1 411)	921	1 656	1 927	2 352	2 789	2 683	2 758	3 011
Налог на прибыль	(115)	452	(208)	(352)	(398)	(478)	(562)	(539)	(553)	(603)
Чистая прибыль (ЕАТ)	63	(958)	713	1 303	1 529	1 874	2 227	2 144	2 205	2 408
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,000	(0,000)	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Баланс, млн долл.

	2007	2008	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Оборотные активы	2 068	3 840	3 682	3 406	4 312	5 303	7 573	7 940	8 498	10 131
Ден. средства и эквиваленты	762	2 483	2 350	1 356	1 666	2 047	3 761	4 023	4 427	5 918
Дебиторская задолженность	963	1 181	1 110	1 704	2 199	2 706	3 168	3 255	3 382	3 501
Запасы	97	94	97	149	193	237	278	285	297	307
Прочие оборотные активы	244	82	125	196	254	313	367	377	392	405
Внеоборотные активы	15 248	19 909	20 933	25 319	29 849	33 677	34 693	34 883	35 164	35 425
Основные средства	15 182	16 143	18 440	21 541	24 992	27 710	27 710	27 710	27 710	27 710
Прочие внеоборотные активы	66	3 766	2 493	3 778	4 857	5 968	6 983	7 174	7 454	7 715
Итого активы	17 316	23 749	24 615	28 725	34 161	38 980	42 266	42 823	43 661	45 556
Краткосрочные обязательства	4 312	1 656	2 135	3 480	4 355	5 327	7 586	7 946	7 360	6 745
Краткосрочные займы и кредиты	1 362	552	1	198	119	114	1 483	1 675	844	0
Беспроцентные обязательства	2 950	1 104	2 134	3 281	4 236	5 213	6 103	6 271	6 517	6 745
Долгосрочные обязательства	1 474	1 941	1 571	2 116	5 292	7 366	6 458	4 891	4 206	4 353
Долгосрочные займы и кредиты	0	589	198	0	2 559	4 002	2 519	844	0	0
Беспроцентные обязательства	1 474	1 352	1 373	2 116	2 733	3 364	3 939	4 047	4 206	4 353
Акционерный капитал и резервы	10 423	20 152	20 908	23 129	24 513	26 287	28 222	29 986	32 096	34 457
Уставный капитал	7 363	19 631	19 070	19 957	19 817	19 720	19 438	19 070	18 977	18 933
Добавочный капитал	0	352	342	358	356	354	349	342	340	340
Резервный капитал	1 541	(97)	316	331	329	327	323	316	315	314
Нераспределенная прибыль	1 519	220	1 179	2 483	4 012	5 886	8 113	10 257	12 463	14 871
Итого пассивы	17 316	23 749	24 615	28 725	34 161	38 980	42 266	42 823	43 661	45 556

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

	2007	2008	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Показатели рентабельности:										
ROIC, %	отр.	2,1	3,4	6,8	7,8	9,0	10,1	9,8	9,8	10,4
ROE, %	отр.	отр.	3,5	6,2	6,6	7,6	8,5	7,6	7,4	7,5
ROA, %	отр.	отр.	3,0	5,3	5,3	5,5	5,7	5,1	5,2	5,5
Норма ЕБИТДА, %	40,8	33,7	47,1	53,7	55,2	56,6	57,8	56,0	54,5	54,2
Норма ЕБИТ, %	18,3	10,8	25,8	35,4	34,9	37,2	38,5	34,8	33,2	33,7
Норма ЕАТ, %	2,6	отр.	27,7	32,9	29,9	29,7	30,2	28,3	28,0	29,5
Мультипликаторы:										
P/E	201,4	отр.	17,8	9,7	8,3	6,8	5,7	5,9	5,8	5,3
EV/S	4,8	4,1	4,5	2,9	2,3	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4
$EV/EБИТДА$	11,8	12,0	9,5	5,4	4,1	3,2	2,7	2,7	2,7	2,6
P/BV	1,2	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
$ROIC/WACC$	отр.	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Показатели долговой нагрузки:										
Долг / ЕБИТДА	1,40	1,19	0,16	0,09	0,95	1,15	0,94	0,59	0,20	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	21,59	отр.	0,00	0,15	0,08	0,06	0,67	0,78	0,38	-
Долг / выручка	0,57	0,40	0,08	0,05	0,52	0,65	0,54	0,33	0,11	-
Долг / активы	0,08	0,05	0,01	0,01	0,08	0,11	0,09	0,06	0,02	-
Краткоср. долг / активы	0,08	0,02	0,00	0,01	0,00	0,00	0,04	0,04	0,02	-
ЕБИТДА / проценты к уплате	7,30	8,60	23,38	155,26	207,02	22,20	17,48	17,90	н/с	н/с
Показатели создания стоимости:										
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	-	-13,4	-15,0	-8,3	-6,3	-4,5	-3,3	-4,2	-4,6	-4,2
Инвестированный капитал (IC)	10 957	15 045	16 265	18 193	20 669	22 389	21 480	21 308	21 057	20 824
Экономическая прибыль (EVA)	-	(1 472)	(2 251)	(1 354)	(1 144)	(934)	(749)	(894)	(970)	(883)
Спрэд SVA (ROE-ks), %	-	-	-15,0	-9,0	-8,5	-7,3	-6,3	-7,2	-7,3	-7,1
Акционерный инвестир. капитал (E)	9 595	13 904	16 066	17 994	17 990	18 273	17 478	18 789	20 214	20 824
Акционерная эк. прибыль (SVA)	-	-	(2 081)	(1 443)	(1 530)	(1 315)	(1 150)	(1 255)	(1 365)	(1 439)

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



Оценка стоимости ФСК

Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2007	2008	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
ЕВИТ	437	308	666	1 405	1 788	2 343	2 843	2 639	2 612	2 745
Налог на прибыль	(282)	(74)	(150)	(299)	(369)	(476)	(573)	(530)	(524)	(550)
НОРАТ	155	234	515	1 106	1 419	1 867	2 270	2 109	2 089	2 195
Амортизация	(537)	(652)	(547)	(724)	(1 037)	(1 226)	(1 420)	(1 606)	(1 681)	(1 673)
Валовый операционный ден. поток	692	886	1 063	1 830	2 456	3 093	3 690	3 715	3 770	3 868
СарЕх	(2 713)	(4 632)	(3 843)	(3 825)	(4 488)	(3 943)	(1 420)	(1 606)	(1 681)	(1 673)
Изменение чистого оборотного капитала	3 119	(2 021)	1 077	1 173	976	997	909	171	251	233
Валовые инвестиционные потребности:	406	(6 653)	(2 766)	(2 652)	(3 513)	(2 946)	(511)	(1 435)	(1 430)	(1 439)
Своб. ден. поток фирмы (FCFF)	1 098	(5 767)	(1 703)	(822)	(1 057)	147	3 179	2 281	2 340	2 429
Дисконтируемый ден. поток фирмы					(926)	114	2 175	1 351	1 196	1 071

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2007	2008	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	2016 (П)
Безрисковая доходность (для РФ)	5,46	5,74	8,03	5,75	5,62	5,45	5,28	5,31	5,17	5,18
Ср. доходность развитых рынков за 5 лет, %	4,10	4,15	3,92	4,15	4,28	4,33	4,37	4,35	4,31	4,27
Текущий спрэд дефолта РФ, %	1,4	1,6	4,1	1,6	1,3	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9
Требуемая доходность акционеров	14,76	16,20	18,50	15,22	15,11	14,95	14,77	14,78	14,62	14,62
акционерная премия, %	5,00	6,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
β коэффициент	0,85	1,00	1,02	1,01	1,04	1,05	1,04	1,02	1,00	0,99
премия за качество корпоративного управления, %	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Требуемая доходность кредиторов	5,87	5,97	8,25	6,02	5,93	5,78	5,57	5,59	5,41	5,39
премия за кредитный риск, %	0,40	0,22	0,21	0,27	0,31	0,33	0,30	0,27	0,24	0,21
Структура капитала:										
Доля источника «собственный капитал», %	88,44	94,64	99,06	99,15	90,15	86,46	87,58	92,25	97,44	100,00
Доля источника «заемный капитал», %	11,56	5,36	0,94	0,85	9,85	13,54	12,42	7,75	2,56	0,00
WACC	13,30	15,57	18,39	15,13	14,09	13,55	13,48	13,98	14,35	14,62

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Оценка справедливой стоимости акций ФСК методом DCF

Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	4 981
Продленная стоимость, млн долл.	21 529
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	8 283
Стоимость компании, млн долл.	13 264
Чистый долг на конец 2010 г., млн долл.	(1 158)
Доля в других компаниях, долгосрочные векселя, млн долл.	3 924
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	18 346
Количество обыкновенных акций на конец 2010 г., млн шт.	1 233 561
Фундаментальная стоимость 1-ой акции на конец 2010 г., долл.	0,0149
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	44,39

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал



Сравнительные показатели компаний сектора

Основные мультипликаторы и коэффициенты компаний сектора

Страна (регистрации)	Текущая капитализация (P), млн долл.	Рыночная стоимость бизнеса (EV), млн долл.	Рыночные мультипликаторы							финансовые коэффициенты							
			EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/IC	EV/Lines length	ROE, %	ROA, %	ROIC, %	EBITDA margin, %	ROIC/WACC	Fin. leverage (D/S)	Net Debt / EBITDA	Net Debt / Sales	
Магистральные сетевые компании - развитые рынки																	
National Grid PLC	Великобритания	25 085	59 201	2,53	8,19	11,08	3,49	1,43	2 728	25,37	5,71	46,90	30,85	7,77	4,74	4,72	1,46
Terna Rete Elettrica Nazionale SpA	Италия	8 144	12 909	7,01	9,51	14,40	2,18	1,52	327	26,15	19,68	17,00	73,69	3,31	1,27	3,51	2,59
Red Electrica Corp SA	Испания	6 697	10 741	6,49	9,44	15,04	2,85	1,68	313	23,20	6,79	25,84	68,69	3,95	1,72	3,56	2,44
Elia System Operator SANNV	Бельгия	1 881	5 189	4,69	11,30	15,81	0,94	0,98	617	5,90	-	13,50	41,54	2,86	1,65	7,20	2,99
ITC Holdings Corp	США	2 736	4 926	7,72	11,66	21,21	2,41	1,48	204	13,25	3,34	19,18	66,17	2,90	1,93	5,18	3,43
				4,00	8,87	13,10	2,98	1,45	1864	23,62	8,39	35,15	47,00	5,87	3,35	4,46	2,00
Магистральные сетевые компании - развивающиеся рынки																	
Cia de Transporte de Energia Electrica en Alta Tension Transener SA	Аргентина	121	328	-	6,41	-	0,45	0,69	37	-	-	-	-	-	0,76	4,04	-
Cia de Transmissao de Energia Electrica Paulista	Бразилия	3 936	4 253	4,69	5,64	8,34	1,32	1,29	345	21,00	13,85	17,74	83,09	2,18	0,11	0,42	0,35
Interconexion Electrica SA	Колумбия	7 179	8 961	5,26	7,22	39,38	2,97	2,13	864	8,11	1,80	21,34	72,86	3,63	0,74	1,44	1,05
Power Grid Corp of India Ltd	Индия	9 803	14 935	-	-	-	3,40	1,86	311	-	-	-	-	-	1,78	-	-
Transelectrica SA	Румыния	382	712	0,78	5,65	-	0,57	0,71	80	-	1,67	6,62	13,72	1,05	0,49	2,62	0,36
				4,86	6,65	28,39	2,81	1,82	477	12,67	5,92	19,62	74,39	3,05	1,09	1,16	0,79
Российские магистральные сети																	
ФСК ЕЭС	Россия	12 706	11 548	2,91	5,42	9,75	0,55	0,53	98	6,23	5,30	6,80	53,70	0,45	-	-	-

Источник: данные компаний. Оценка: Велес Капитал



Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций				
Доходный подход			Сравнительный подход	Затратный подход
	Метод DCF	Метод экономической прибыли	Мультипликативный анализ	Метод чистых активов
Концепция оценки единого объекта (EV) *	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)		
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)		

* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибыли фирмы.

** Долг учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибыли для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$

Обозначения:

- EV - стоимость бизнеса (Enterprise Value)
- SV - стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
- TV - стоимость бизнеса / акц. капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
- Сagr - темпы развития в постпрогнозном периоде
- BV, E - акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
- EBIT - операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
- EBITDA - операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
- EBT - доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
- EAT - чистая прибыль (Earnings After Tax)
- EPS - чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
- NOPAT - чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долгового финансирования
$$NOPAT = EBIT * (1 - \text{эффективная ставка налога на прибыль})$$
- FCFF - свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm)
$$FCFF = \text{валовый ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$$

$$\text{Валовый ден. поток} = NOPAT + \text{амортизация}$$
- FCFE - свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity)
$$FCFE = \text{валовый акционерный ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$$

$$\text{Валовый акционерный ден. поток} = EAT \text{ операционной деятельности (вкл. процентные платежи)} - \text{ежегодное погашение долга} + \text{привлечение заемных средств} + \text{амортизация}$$
- EVA - экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added)
$$EVA = \text{спрэд экономической прибыли} * IC = (ROIC - WACC) * IC$$
- SVA - экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added)
$$SVA = \text{спрэд} * E = (ROE - k_s) * E$$
- WACC - средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
- k_s - требуемая доходность акционеров
- D - справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
- Cash - денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
- NA - неоперационные активы
- IC - инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
- ROIC - рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital)
$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$$
- ROE - рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
- ROA - рентабельность активов (Return on Assets)

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от - 5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Аналитическое управление

research@veles-capital.ru

Михаил Зак
Начальник Управления
Стратегия
MZak@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Начальник отдела анализа
долгового рынка
IManaenko@veles-capital.ru

Илья Федотов
Телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Станислав Фоменко
Металлургия
SFomenko@veles-capital.ru

Марина Ирки
Машиностроение и транспорт
MRkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков
Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

Дмитрий Лютягин
Нефть и газ
DLyutyagin@veles-capital.ru

Департамент операций на рынке акций

secondtiers@veles-capital.ru

Александр Антипов
Руководитель департамента
AAntipov@veles-capital.ru

Игорь Волков
Сейлз-трейдер
IVolkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP клиентами

sales@veles-capital.ru

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Управление доверительных операций

am@veles-capital.ru

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025,
Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250
Факс: +38 (044) 459 0251