

Перспективы роста и высокая надежность

Европейская Электротехника – ставка на модернизацию российской промышленности и крупные инфраструктурные проекты. Экономика России начала восстанавливаться после падения в 2014-2016 годы, по последним прогнозам Министерства Финансов РФ рост в 2017 году составит 1.5-2% и в ближайшие годы останется в этом диапазоне. Мы ожидаем, что на этом фоне начнется рост затрат на обновление основных фондов и старт новых проектов в промышленности и других секторах экономики. Несмотря на положительную динамику по затратам в рублевом выражении, износ основных фондов достиг своих максимумов, это связано с обесцениванием рубля и высокой долей импорта в высокотехнологичной продукции. Одним из основных бенефициаров восстановления рынка станет Европейская Электротехника.

Широкая диверсификация и высокая загрузка мощностей

Компания не зависит от одной отрасли или контрагента. Специфика бизнеса подразумевает широкий рынок, благодаря чему компания может избегать кризисов в отдельных отраслях и сосредотачивать своё внимание на растущих рынках. В 2015 году 52% выручки приходилось на ВПК, в 2016 году основным уже был нефтегазовый сектор с 52%.

Портфель заказов обеспечит стабильный рост на ближайшие годы. Портфель заказов до 2021 года оценивается в 36.3 млрд. рублей, что более чем на 87% покрывает планы компании по росту выручки. Европейская Электротехника участвует в таких крупнейших проектах, как Ямал СПГ, космодром «Восточный» и парк «Зарядье».

Один из основных рисков – необходимость привлечения дополнительного финансирования. Компании требуется финансирование на расширение бизнеса и пополнение оборотного капитала, с этой целью компания вышла на IPO. Если компания не разместит планируемый объем акций и будет привлекать кредитные средства – это существенно скажется на рентабельности.

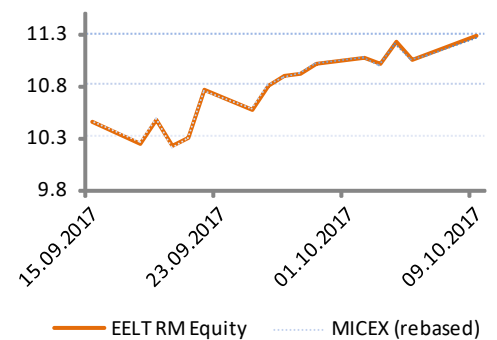
Потенциал роста и безопасная долговая нагрузка

Наша оценка предполагает рост акций на 15%. Наша целевая цена на конец 2017 в 12.7 RUB/акцию основана на оценке акций по методу ДДП (12.2RUB, 50% вес в оценке) и оценке на основе мультипликаторов (13.3RUB, 50% вес в оценке).

Денежные средства на счетах превышают совокупный долг компании. Почти весь долг компании приходится на векселя с погашением до октября 2020 года, при этом денежные средства и эквиваленты на счетах компании составляют 279 млн. рублей.

Отрасль	Электроэнергетика/Россия
Тикер	EELT RM Equity
Целевая цена	12.7 RUB
Текущая цена	11.1 RUB
Потенциал роста	13%
Рын. Капитализация, ₽ млн.	6879
Чистый долг, ₽ млн.	-97
Стоимость компании, ₽ млн.	6782
Среднедневной объем торгов, ₽ млн.	5.2
Диапазон цены в течение 52 нед.	RUB 9.33-12.99

Динамика акций EELT против MICEX



RUB млн.	2017E	2018E	2019E
EBITDA	395	657	863
Чист. прибыль	297	494	596
P/E	23.2	13.9	11.5
EV/EBITDA	17.2	10.3	7.9
Див. дох.	0.9%	1.4%	1.7%

Источник: данные компании, расчеты IT Invest, цена на 9 октября 2017г.

Описание компании

ПАО «Европейская Электротехника» занимается построением слаботочных систем электроснабжения и электроосвещения, включающих проектирование и комплексные поставки оборудования, а также производством трансформаторных подстанций и электрощитового оборудования, на рынке с 2004 года. Торги акциями на ММВБ начались в сентябре 2017. По оценкам менеджмента компания занимает около 0.5-0.7% рынка.

➤ **Разветвлённая сеть продаж.** Уникальная система продаж позволяет выявлять проекты на стадии идей, до появления информации о них в публичном пространстве. В настоящее время в компании работает 70 инженеров по продажам, которые работают одновременно более чем с 500 проектами разной степени сложности на территории России и за рубежом. Офисы компании «Европейская Электротехника» функционируют в таких городах: Москва, Санкт-Петербург, Казань, Самара, Оренбург, Уфа, Красноярск, Тюмень, Астана, Краснодар.

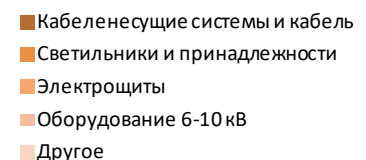
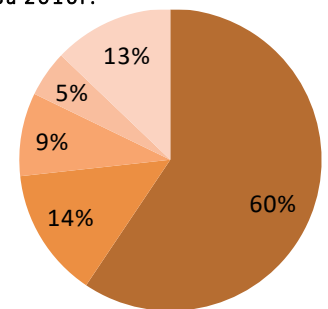
➤ **Стратегия развития до 2021 года.** В настоящее время компания располагает сетью из 8 инжиниринговых центров в России, три из которых Красноярск, Краснодар, Тюмень открыты в 2017. В планах — открытие ещё 2 центров до конца 2017 года, 4 в 2018, 3 в 2019 в России и за рубежом. К 2020 году сеть должна включать в себя 17 инжиниринговых центров. Каждый из которых приносит выручку не менее 100 млн. руб. уже в первый год работы. Также планируется потратить 1.2 млрд. рублей на приобретение новых производственных мощностей.

➤ **Конкурентные преимущества.** Большая часть контрактов, в том числе, и на рынке электротехнического оборудования, достаётся крупным компаниям с выручкой более 2 млрд. рублей. Основная причина в том, что чем крупнее заказ, тем сложнее исполнение. Проекты государственной важности требуют серьезных инженерных компетенций в управлении самим проектом, людьми и финансами. Более того у инжиниринговых компаний должны быть ресурсы на реализацию крупных контрактов. Т.к. оплата поступает после реализации проекта. Такая ситуация в стране вынуждает создавать класс крупных инженерных компаний, которые в состоянии воплотить эти проекты. Европейская Электротехника обладает безупречной деловой репутацией, а также пулом лицензий и сертификатов (лицензия «Газпром», лицензия ФСБ, лицензии на работу по объектам Росатома и др), которые дают допуск к работе на самых крупных федеральных проектах.

➤ **Деловая репутация.** За 13 лет работы на рынке выполнено более 150 масштабных проектов, каждый из которых являет собой уникальную систему менеджмента, инженерных компетенций подхода и высочайшей ответственности (ЦОД Сбербанк, аэропорт Домодедово, Челябинская ГРЭС, Транснефть и др.). За последние годы компания в 5 раз увеличила портфель заказов в доходном и стабильном нефтегазовом секторе. Опыт, профессионализм, пул специализированных лицензий и допусков позволили заключить крупные контракты на ближайшие годы и рассчитывать на увеличение их числа в дальнейшем. Среди постоянных заказчиков такие компании, как Лукойл, Роснефть, Сибур, ОКЕЙ, НКНХ, Мега, Новатэк, Полюс-золото, Росатом.

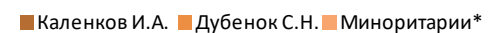
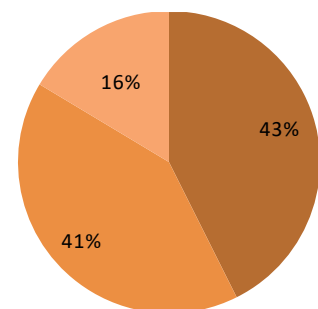
Выручка ПАО "Европейская Электротехника"

Данные за 2016г.



Источник: данные компании

Акционеры ПАО "Европейская Электротехника"



Источник: данные компании

* В случае реализации всего пакета в ходе IPO

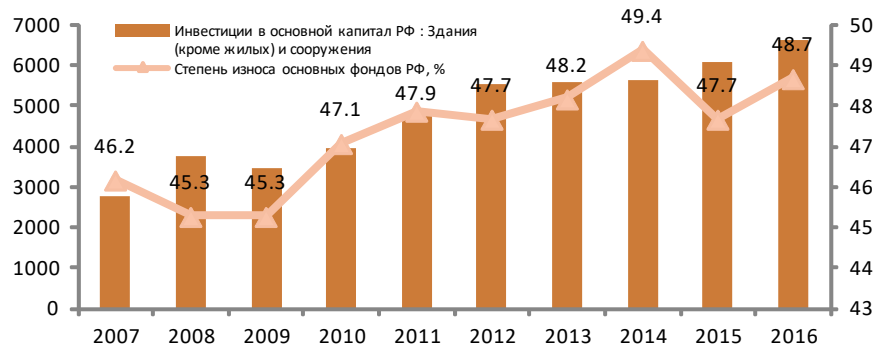
Основные характеристики отрасли

➤ **На мировом рынке локомотивом роста выступают европейские страны.** Идёт обновление электрической инфраструктуры с фокусом на энергосберегающие технологии. В 2015 году компании вложили \$221 млрд. в развитие энергосберегающих технологий. В Финляндии закончилось 5-летнее тестирование домов, полностью обеспечивающих свои потребности в электричестве и тепле за счёт зелёных источников энергии. В Европе и США отрасль кардинально отличается, так в США на топ 5 компаний приходится менее 30% рынка, а в Европе несколько крупнейших компаний получают большинство заказов.

➤ **В России отрасль испытывает трудности.** Из-за завершения программ по модернизации и строительству новых мощностей в электроэнергетике ряд крупнейших игроков оказался на грани банкротства. Тем не менее, игроки с широкой диверсификацией бизнеса чувствуют себя уверенно. Рынок электроснабжения является одним из стратегически важных для государства рынков, его емкость в сегменте промышленных предприятий и общественных зданий прогнозируется в 600 млрд. руб. в 2017 году. Также рынок электротехники в сегменте производства и общественных зданий характеризует низкая концентрация — нет компаний, которые занимают 3-5% рынка. Отсутствие выраженных лидеров и трудности у большинства компаний дают возможность для развития и занятия лидерских позиций. Компания является бенефициаром роста цен на нефть, которые позволили российским нефтяным компаниям вернуться к реализации масштабных инвестиционных программ. На сегодняшний день, по оценке топ-менеджмента компании, доля «Европейской Электротехники» составляет 0,5-0,7%. При выполнении стратегических планов, доля компании в сегменте промышленности и общественных зданий составит 1,5%.

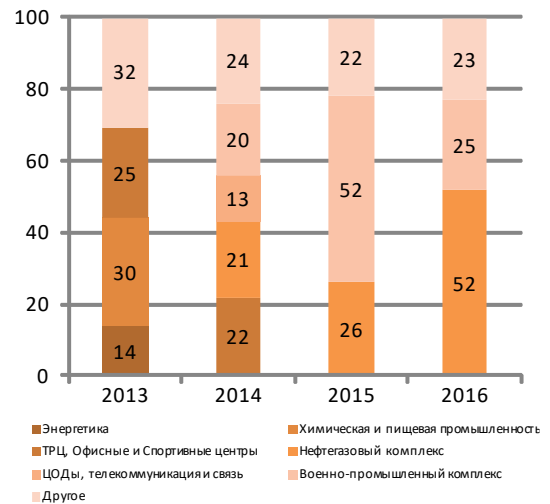
➤ **Необходимость существенных инфраструктурных вливаний.** После кризиса 2008 года инвестиции в основные фонды в РФ росли ежегодно, тем не менее, этого было недостаточно, и износ только увеличивался. В ближайшие годы правительству придется, как минимум, поддерживать расходы на текущих уровнях, а, скорее всего, наращивать. По износу на одном из первых мест идут электросети. Остаточный ресурс по ЛЭП снизился в 2016 году до 24.1% с 21.6%; в 2014, остаточный ресурс трансформаторов снизился с 34.8% до 31%. Аварийность растёт приблизительно на 1% в год.

Рекордная степень износа - триггер для роста проектов по модернизации
Динамика инвестиций в основные фонды, млрд. руб.



Источник: Росстат

Структура выручки компании по отраслям



Источник: Данные компании

Крупн. M&A сделки на рынке электротехники

Год	Компания-цель	Покупатель	EV, \$млрд.	EV/Sales	EV/EBITDA
2017	Aveva Group Plc (60% пакет акций)	Schneider Electric SE	3.6	12.8x	45.3x
2017	Asco Power Technologies	Schneider Electric SE	1.3	2.7x	11.6x
2017	Atkins	SNC-Lavalin Group	3.3	1.3x	14.6x
2014	Eltak ASA	Delta Electronics	0.5	1.1x	н.д.
2013	Molex Incorporated	Koch Industries	6.9	1.9x	11.7x

Медиан. знач. 1.9x 13.2x

Источник: оценка IT Invest

Компании	Объем планируемых инвестиций (млрд. руб) в создание и модернизацию систем электроснабжения
«Газпром»	123
«Роснефть»	157
«Новатек»	14,5
«Сибур»	12,2
«Росатом»	44
«Лукойл»	81

Финансовый анализ компании

Рост выручки за счёт расширения производства, увеличение рентабельности

Наши финансовые прогнозы по компании основаны на следующих предположениях:

➤ **Среднегодовой рост выручки до 2021 года составит 30%.** На 87% будущий рост выручки обеспечен действующими контрактами. Заказчиками являются крупнейшие компании России с устойчивым финансовым положением, а реализуемые проекты носят первоочередной характер, в связи с чем вероятность потери части портфеля минимальна.

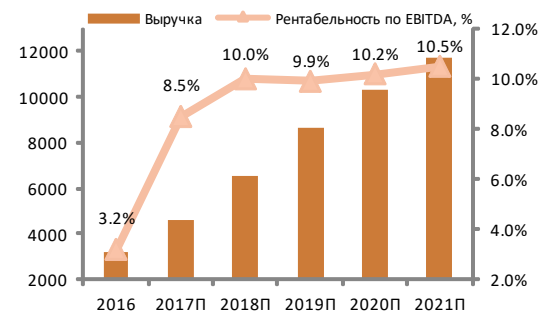
➤ **Рост рентабельности по EBITDA до 10%.** Менеджмент планирует добиться роста рентабельности за счёт наращивания собственного производства и за счёт более маржинальных контрактов с нефтегазовой отраслью.

➤ **Безопасная долговая нагрузка.** Долговые обязательства на 72% состоят из долгосрочного векселя. Чистая денежная позиция по состоянию на конец 2 квартала составила 97 млн. рублей. Программа по капитальным затратам будет профинансирована из привлечённых через IPO средств.

➤ **Дивидендная политика.** В компании утверждены дивидендные выплаты в размере 20% от чистой прибыли по МСФО. Прогнозная дивидендная доходность за 2017 года составит около 1%.

➤ **Широкая диверсификация клиентской базы.** На 2 крупнейших заказчиков по итогам 2016 года пришлось 28% выручки и 22% дебиторской задолженности.

Стратегия развития компании до 2021 года
Динамика выручки и рентабельности, млн. руб.



Источник: Прогноз менеджмента

Европейская Электротехника одна из самых быстрорастущих компаний РФ

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.

	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
Выручка	3,167	4,644	6,572	8,634	10,310	11,715
Рост выручки	18%	47%	42%	31%	19%	14%
Операционные расходы	3,067	4,249	5,915	7,771	9,279	10,544
EBITDA	100	395	657	863	1,031	1,172
Рост EBITDA	271%	295%	66%	31%	19%	14%
Амортизация	(14)	(16)	(39)	(102)	(96)	(90)
Прибыль до уплаты налогов	50	371	618	745	883	1,055
Налог на прибыль	8	74	124	149	177	211
Чистая прибыль	42	297	494	596	706	844
Рост прибыли	-41%	610%	66%	21%	18%	20%
Дивиденд на акцию	0.08	0.10	0.16	0.20	0.23	0.28
Дивидендная доходность	0.7%	0.9%	1.4%	1.7%	2.1%	2.5%

Источник: расчеты IT-Invest

Потенциал роста до конца года

Наша целевая цена по акциям ПАО Европейская Электротехника составляет RUB12.7/акция. Мы используем 50% вес в оценке на основе модели ДДП (12.2руб./акцию) и 50% в оценке по методу на основе мультипликаторов (13.3руб./акцию). Наша расчетная целевая цена по акциям Европейская Электротехника на конец 2017г. составляет 12.7руб./акцию, что предполагает 15% потенциал роста стоимости с текущих уровней.

Средневзвешенная стоимость капитала на уровне 14,3%. В оценке на основе ДДП мы использовали следующие предпосылки: 6,5% безрисковая ставка, 9,5% премия за риск по акциям, 4,0% премия за риск по долговым обязательствам, 1,0 бета, 22/78 соотношение долга и акционерного капитала, 20% налоговая ставка.

Чувств. цел. цены EELT к долг. росту и WACC								
	11.3%	12.3%	13.3%	14%	15.3%	16.3%	17.3%	18.3%
0.0%	14.8	13.5	12.4	11.4	10.6	9.9	9.3	8.8
0.5%	15.4	14.0	12.8	11.8	10.9	10.2	9.5	9.0
1.0%	16.1	14.5	13.2	12.2	11.2	10.5	9.8	9.2
1.5%	16.8	15.1	13.7	12.6	11.6	10.7	10.0	9.4
1.0%	16.1	14.5	13.2	12.2	11.2	10.5	9.8	9.2
1.5%	16.8	15.1	13.7	12.6	11.6	10.7	10.0	9.4
2.0%	17.6	15.8	14.2	13.0	11.9	11.0	10.3	9.6
2.5%	18.5	16.5	14.8	13.5	12.3	11.4	10.6	9.8
3.0%	19.5	17.3	15.4	14.0	12.7	11.7	10.8	10.1

Источник: расчеты IT Invest

Европейская электротехника: оценка методом ДДП

Оценка методом ДДП, млн. руб.

Выручка	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
	4,644	6,572	8,634	10,310	11,715
Изм., год к году, %	47	42	31	19	14
ЕВITDA	395	657	863	1,031	1,172
Налог на операц. прибыль	76	124	152	187	216
Капит. затраты	(60)	(350)	(940)	(11)	(11)
Изм. в оборот. капитале	(172)	(197)	(194)	(158)	(132)
Чистый ден. поток	239	234	(119)	1,049	1,244
Привед. ден. поток 2017-21Е	1,782	WACC composition, %			
Диск. ден. поток конеч. периода	5,517	Risk-free rate			6.5%
Целевая стоимость компании	7,300	Debt premium			4.0%
Чистый долг	(117)	Pre-tax cost of debt			10.5%
		Tax rate			20.0%
		Post-tax Cost of Debt			8.4%
Целевая стоимость акцион. капитала	7,417	Target Debt/Equity+Debt			22.0%
		Risk-free rate			6.5%
Количество акций, шт.	610,000,000	Risk premium			9.5%
		Beta			1.0
		Cost of Equity			16.0%
Целевая цена на конец 2017г., руб./акцию	12.2	WACC			14.3%
Текущая цена, руб./акцию	11	Perpetuity growth rate			1.0%

Источник: расчеты IT Invest

Метод оценки стоимости на основе целевых мультипликаторов.

Анализ стоимости компании на основе классических мультипликаторов P/E и EV/ЕВITDA показывает, что компания оценена выше своих аналогов из развитых и развивающихся стран, при этом данный подход не учитывает темпы роста и в случае быстрорастущих компаний не подходит для справедливой оценки. Мультипликатор PEG Ratio, который получают путём деления P/E на ожидаемые темпы роста прибыли лучше всего подходит для таких компаний. Сравнивая показатель с компаниями с развивающихся рынков, и применяя дисконт в 20% из-за низкой ликвидности и малой капитализации, мы получили целевую цену в 13.3руб./акция.

Европейская Электротехника: классические мультипликаторы совпадают с зарубежными аналогами, но не учитывают темпы роста

Мультипликаторы сектора электрического оборудования

Тикер	Название компании	M Cap., \$ mln	EV, \$ mln	P/E			EV/EBITDA			Net debt/EBITDA		EBITDA Margin			Div. yield	FCF. yield	CAGR '16-20E	PEG Ratio
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017E	2017E	EPS	2017
CSS TB Equity	COMMUNICATION & SYSTEM SOLUT	108	116	22.6	n/a	n/a	14.2	n/a	n/a	n/a	n/a	6%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
600406 CH Equity	NARI TECHNOLOGY CO LTD-A	6,145	5,783	28.2	21.3	14.5	26.2	12.7	9.8	n/a	n/a	13%	18%	20%	2.1%	n/a	28.0%	0.76
601179 CH Equity	CHINA XD ELECTRIC CO LTD-A	4,240	3,554	25.0	21.5	18.6	13.3	11.8	10.5	n/a	n/a	13%	13%	13%	2.8%	4.7%	14.2%	1.51
Средняя по EM рынку				25.3	21.4	16.6	17.9	12.3	10.2	n/a	n/a	10.6%	15.6%	16.7%	2.4%	4.7%	21.1%	1.14
ETN US Equity	EATON CORP PLC	34,672	42,482	18.0	16.8	15.6	13.4	12.3	11.5	2.2	2.0	16%	17%	18%	3.1%	6.4%	7.2%	2.33
ABBV VX Equity	ABB LTD-REG	54,226	56,600	28.6	21.2	18.6	13.9	11.3	10.3	0.2	0.2	12%	15%	15%	3.2%	5.1%	18.9%	1.12
SU FP Equity	SCHNEIDER ELECTRIC SE	52,024	57,664	26.9	20.0	18.2	13.7	12.1	11.1	1.0	0.9	15%	16%	17%	2.9%	4.7%	17.4%	1.15
RXL FP Equity	REXEL SA	5,065	7,720	33.2	15.2	13.2	12.3	9.7	9.0	2.9	2.7	4%	5%	5%	2.9%	5.3%	41.8%	0.36
Средняя по DM рынку				26.7	18.3	16.4	13.3	11.4	10.5	1.6	1.5	12.0%	13.2%	13.8%	3.0%	5.4%	21.3%	1.24
EELT RM Equity	EUROPEAN ELTECH PJSC	118	116	163.7	23.0	13.9	67.4	17.0	10.2	-0.3	-0.1	3.2%	8.5%	10.0%	0.9%	1.2%	30.0%	0.77

Источник: Bloomberg, расчеты IT Invest

Долгосрочный драйвер роста, не учтённый в модели.

Европейская Электротехника одной из первых приступает к строительству инфраструктуры для электромобилей. К концу 2018 года компания планирует построить 15 заправок для электрического транспорта на парковках крупнейших торговых и бизнес центров Москвы. В 2019 году планируется строительство заправок в других городах, где расположены офисы Европейская Электротехника, в том числе в Санкт-Петербурге. Также компания будет участвовать в модернизации классических АЗС. Отрасль электрического транспорта является одной из самых перспективных в долгосрочном плане. По прогнозам международного энергетического агентства к 2030 году 30% всех автомобилей будут полностью электрическими, к 2021 году стоимость электрического автомобиля сравняется с классическими автомобилями с двигателями внутреннего сгорания. Эти прогнозы нельзя назвать слишком оптимистичными, т.к. на крупнейших автомобильных рынках мира (Китай и Европа) политики обсуждают идею полного запрета бензиновых и дизельных автомобилей в ближайшие 20 лет. Все крупнейшие автомобильные компании занимаются разработкой собственной линейки гибридных и электрических автомобилей, появление новинок ожидается после 2019 года. В Европе к 2020 году планируется открыть 8 млн. зарядных станций для электромобилей, а парк электрических автомобилей достигнет 20 млн. В России электрический транспорт не пользуется популярностью из-за высокой стоимости и отсутствия инфраструктуры. Массовое производство и инвестиции в R&D позволят снизить стоимость машин и увеличить запас хода на одном заряде аккумуляторов. В правительстве РФ обсуждается введение налоговых преференций для обладателей экологичного транспорта. В совокупности эти факторы должны привести к острому спросу на соответствующую инфраструктуру.

Основные риски

Риски, связанные с государством

Ухудшение экономической ситуации в стране может негативно сказаться на компании, некоторые проекты могут быть перенесены или отменены в случае сильного падения экономики, введения новых санкций или падении цен на нефть ниже \$30 за баррель.

Риски, связанные с производством

Деятельность ПАО «Европейская электротехника» связана с большим количеством разрешений, допусков и лицензий, основная часть которых носит срочный характер. Отсюда следует риск неполучения запланированных контрактов по причине возможных не продлений разрешающих документов.

Валютные риски

ПАО «Европейская Электротехника» заключает контракты в рублях, а часть оборудования импортирует. Высокая волатильность курса может привести к риску снижения прибыли. При этом размер заключенных «валютных» контрактов не превышает 5% от общего объема, что существенно снижает возможную степень влияния на финансовый результат. Последние годы компания переходит на валюту контракта в рублях, для того чтобы минимизировать этот вид рисков.

Риски, связанные с клиентами

ПАО «Европейская Электротехника» выполняет крупные контракты, в среднем, на сумму от 100 млн руб. Риск, связанный с неплатежом по таким контрактам может нанести ущерб. В целом, риски, связанные с неплатежами можно оценить как минимальные, учитывая, что заказчиками компании являются государственные и крупные частные корпорации, с высокой платежеспособностью.

Низкая ликвидность акций

Торги акциями компании идут менее 2 месяцев, среднесуточная ликвидность на текущий момент не превышает 5.5 млн. рублей.