

## Россия / Акции



### Европейская Электротехника

Рекомендация	Покупать
Целевая цена:	14.9 руб.
Текущая цена:	12.4 руб.
Потенциал роста:	20.2%

## Европейская Электротехника – ставка на рост расходов на электроснабжение в РФ

### Основные сведения

ISIN	RU000A0JWW54
Рыночная капитализация	7 588 млн. руб.
Enterprise Value (EV)	7 468 млн. руб.

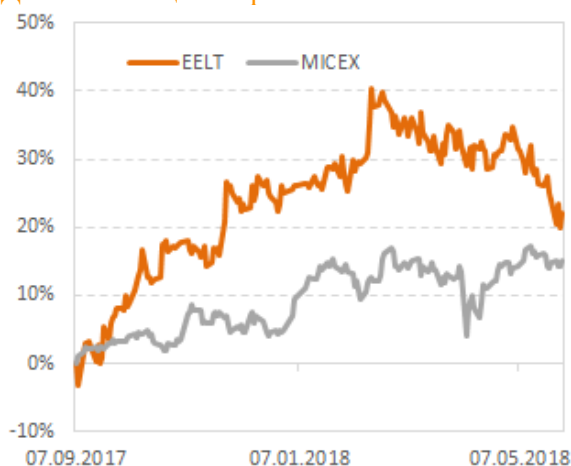
### Финансовые показатели

	2017	2018П
Выручка, млн. руб.	2 595	4 451
ЕВГТДА, млн. руб.	322	467
Чистая прибыль, млн. руб.	135	361
Дивиденды, руб.	0.15	0.12

### Акционеры

Каленков И.А.	40.98%
Дубенок С.Н.	40.62%
ООО «Европейская Электротехника»	11.31%
Free float	7.09%

### Динамика акций в сравнении с Мисех



- Европейская Электротехника – российская компания, оказывающая комплексные услуги по созданию систем энерго- и электроснабжения, электроосвещения и слаботочных систем на объектах любого назначения. Работает на рынке РФ с 2004 г., за это время реализовано более 500 масштабных проектов в различных отраслях.
- Разветвленная сеть продаж, широкая диверсификация бизнеса по конечным потребителям позволяют компании избегать кризисов в отдельных сегментах экономики и сосредотачивать свое внимание на наиболее перспективных рынках.
- Компания имеет большой портфель заказов, при этом огромный опыт работы с контрагентами из различных отраслей, высокий профессионализм, безупречная деловая репутация, а также наличие пула лицензий, сертификатов и допусков позволяют рассчитывать на заключение новых контрактов в дальнейшем. Благодаря значительному размеру и публичному статусу компания сможет претендовать на крупные федеральные контракты.
- Мы прогнозируем среднегодовые темпы увеличения выручки компании в 2018-2024 гг. на уровне 28%. При этом мы ожидаем улучшения показателей рентабельности и опережающего роста прибыли.
- Наша оценка Европейской Электротехники методом ДДП предполагает справедливую стоимость ее акции на уровне **14.9 руб.** Мы считаем бумаги компании привлекательными для среднесрочных инвестиций.

## Краткое описание эмитента

Европейская Электротехника – российская компания, оказывающая комплексные услуги по созданию систем энерго- и электроснабжения, электроосвещения и слаботочных систем на объектах любого назначения. Европейская Электротехника осуществляет проектирование систем, поставляет необходимое оборудование и материалы, а также выполняет работы по монтажу систем и их сервисному обслуживанию. Компания работает на российском рынке, а также в странах СНГ. Ее офисы расположены в таких крупных городах, как Москва, Санкт-Петербург, Казань, Самара, Оренбург, Уфа, Красноярск, Тюмень, Астана, Краснодар.

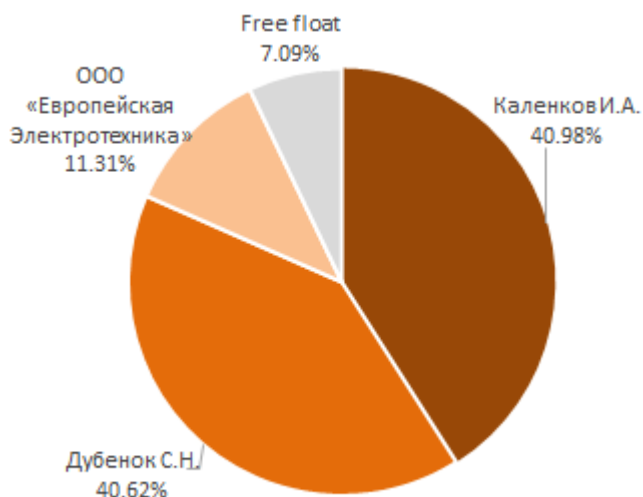
Европейская Электротехника поставляет широкий спектр оборудования от российских и зарубежных производителей. При этом компания имеет собственные производственную базу, научно-исследовательский отдел и лабораторию, что позволяет ей отслеживать последние тенденции отрасли, разрабатывать и внедрять новые технические решения, способные наиболее эффективно и точно решать задачи клиентов.

Преимуществом Европейской Электротехники является разветвленная сеть продаж, а также широкая диверсификация бизнеса по конечным потребителям. Это позволяет ей избегать кризисов в отдельных сегментах экономики и сосредотачивать свое внимание на наиболее перспективных рынках. Компания работает на рынке электротехники с 2004 г., и за эти 13 лет она смогла выстроить долгосрочные и взаимовыгодные отношения с ключевыми игроками крупнейших отраслей, зарекомендовав себя как надежного и добросовестного партнера. На счету Европейской Электротехники более 500 реализованных масштабных проектов, каждый из которых потребовал создания уникальной системы менеджмента и высочайших инженерных компетенций. Среди заказчиков компании такие лидеры российской экономики, как Сбербанк, Газпром, Роснефть, Новатэк, Норникель, РЖД, Росатом и др. Поставленное и смонтированное Европейской Электротехникой оборудование отвечает за сохранность данных Федеральной налоговой службы России и поисковой системы Яндекс, обеспечивают работу ключевых транспортных узлов – аэропортов Шереметьево, Домодедово, Пулково.

Важно также отметить, что Европейская Электротехника имеет все необходимые сертификаты, лицензии и допуски (включая лицензию ФСБ на осуществление работ, связанных с использованием сведений, составляющих государственную тайну, свидетельство СОЮЗАТОМСТРОЙ о допуске к работам, оказывающим влияние на безопасность объектов капитального строительства и др.), которые позволяют компании работать на самых крупных федеральных проектах.

## Акционеры

Основными акционерами Европейской Электротехники являются ее топ-менеджеры Каленков И.А. (40.98%) и Дубенок С.Н. (40.62%). Кроме того, 11.31% акций компании владеет ООО «Европейская Электротехника». В свободном обращении сейчас находится 7.09% акций.



Источник: данные компании

## Факторы роста

Экономика России в 2017 г. вышла из рецессии, которая наблюдалась в 2014-2016 гг. Согласно данным Росстата, ВВП страны в прошлом году повысился на 1.5%. При этом в предстоящие несколько лет темпы роста, как ожидается, будут

оставаться в пределах 1.5-2%. На этом фоне можно рассчитывать на существенное увеличение числа новых проектов в промышленности и других секторах экономики, а также рост затрат на обновление основных фондов, степень износа которых в целом по стране близка к критическому уровню. И мы полагаем, что Европейская Электротехника станет одним из бенефициаров этого восстановления.

В настоящее время портфель заказов Европейской Электротехники на ближайшие несколько лет оценивается примерно в 36 млрд. руб. При этом огромный опыт работы с контрагентами из различных отраслей, высокий профессионализм, безупречная деловая репутация, а также наличие пула разных лицензий, сертификатов и допусков позволяют рассчитывать на заключение новых контрактов в дальнейшем. Этому, в частности, должны будут способствовать значительный размер компании (для участия в некоторых государственных тендерах, например, требуется иметь выручку выше определенного уровня) и ее публичный статус, который позволит претендовать на большее число крупных федеральных контрактов.

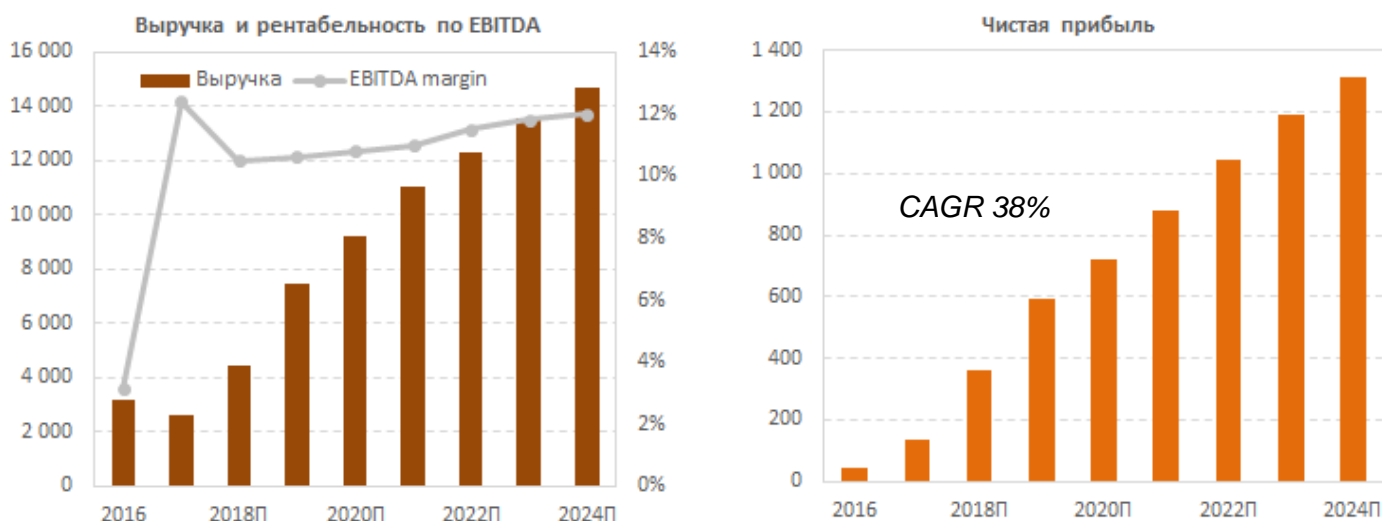
Европейская Электротехника также активно развивает свой бизнес. В настоящее время компания располагает сетью из 10 инжиниринговых центров на территории РФ, 4 из которых были открыты в 2017 г. По плану – открытие еще 4 центров в 2018 г. и 3 в 2019 г., причем как в России, так и за рубежом. Инвестиции в расширение инжиниринговой сети, как ожидается, составят порядка 100 млн. руб. Кроме того, Европейская Электротехника намерена в ближайшие несколько лет потратить 1.2 млрд. руб. на модернизацию и приобретение новых производственных мощностей. Финансировать эти расходы планируется в том числе за счет средств, полученных в результате размещения акций.

Отметим также, что российский рынок электротехники в сегменте производства и общественных зданий, объем которого по итогам 2017 г. оценивается в 600 млрд. руб., сильно фрагментирован – фактически отсутствуют компании, которые занимают более 3-5% рынка. Поэтому можно ожидать определенной консолидации отрасли. Учитывая хороший баланс Европейской Электротехники, компания, на наш взгляд, вполне может принять активное участие в данном процессе.

### Финансовая модель и оценка

Мы построили финансовую модель Европейской Электротехники, основываясь на отчетности компании по МСФО за 2017 г. При прогнозах финансовых показателей мы учитывали планы менеджмента, а также использовали собственные оценки.

По нашим расчетам, среднегодовые темпы роста выручки в период с 2017 по 2024 гг. составят около 28%. При этом значительный объем уже имеющихся заказов, которые покрывают практически половину суммарной прогнозной выручки, увеличивает нашу уверенность в своих оценках. Рентабельность по EBITDA, мы ожидаем, после некоторой просадки в 2017 г. будет постепенно увеличиваться благодаря наращиванию собственного производства, а также увеличению доли более высокомаржинальных контрактов в общем портфеле контрактов, и достигнет 12% в 2024 г. Чистая прибыль, по нашим оценкам, будет прирастать в среднем на 38% в год в период до 2024 г.



Источник: данные компании, оценки ГК «ФИНАМ»

Ниже представлены отдельные статьи отчета о прибылях и убытках.

млн. руб.	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П
Выручка	3 167	2 595	4 451	7 471	9 239	11 006	12 327	13 559	14 644
Темп роста выручки	18%	-18%	72%	68%	24%	19%	12%	10%	8%

Операционные расходы	-3 067	-2 273	-3 984	-6 678	-8 241	-9 795	-10 909	-11 959	-12 887
<b>ЕБИТДА</b>	<b>100</b>	<b>322</b>	<b>467</b>	<b>793</b>	<b>998</b>	<b>1 211</b>	<b>1 418</b>	<b>1 600</b>	<b>1 757</b>
<i>Рентабельность по ЕБИТДА</i>	<i>3.2%</i>	<i>12.4%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.6%</i>	<i>10.8%</i>	<i>11.0%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.8%</i>	<i>12.0%</i>
Амортизация	-14	-15	-26	-65	-105	-124	-124	-124	-124
<b>ЕБИТ</b>	<b>86</b>	<b>307</b>	<b>441</b>	<b>729</b>	<b>893</b>	<b>1 087</b>	<b>1 294</b>	<b>1 476</b>	<b>1 633</b>
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>50</b>	<b>170</b>	<b>452</b>	<b>740</b>	<b>904</b>	<b>1 098</b>	<b>1 305</b>	<b>1 487</b>	<b>1 644</b>
Налог на прибыль	-8	-35	-90	-148	-181	-220	-261	-297	-329
<b>Чистая прибыль</b>	<b>42</b>	<b>135</b>	<b>362</b>	<b>592</b>	<b>723</b>	<b>878</b>	<b>1 044</b>	<b>1 189</b>	<b>1 315</b>
<i>Дивиденд на акцию, руб.</i>	<i>-</i>	<i>0.15</i>	<i>0.12</i>	<i>0.19</i>	<i>0.24</i>	<i>0.29</i>	<i>0.34</i>	<i>0.39</i>	<i>0.43</i>

Источник: данные компании, оценки ГК «ФИНАМ»

Отметим, что у Европейской Электротехники есть утвержденная дивидендная политика: на дивидендные выплаты будет направляться не менее 20% чистой прибыли по МСФО. Дивиденды за 2016 год не выплачивались. Дивиденды за 2017 г. могут составить 91 млн. руб. или около 15 коп. на акцию, исходя из расчета 68% прибыли по МСФО. В последующие годы можно ожидать существенного увеличения дивидендных выплат на фоне роста прибыли.

Мы оценили Европейскую Электротехнику методом дисконтированных денежных потоков (ДДП). Мы прогнозируем свободные денежные потоки компании до 2024 г., а в постпрогнозный период темпы их роста принимаются равными 3.5% в год. При расчете средневзвешенной стоимости капитала (WACC) мы использовали следующие предпосылки: безрисковая ставка 6.5%, премия за риск при инвестировании в российские акции 6%, коэффициент бета 1, целевое соотношение Долг/Капитал 0.25, стоимость долга 12%, ставка налога на прибыль 20%.

Наша справедливая стоимость Европейской Электротехники составила 9.07 млрд. руб., или **14.9 руб.** на обыкновенную акцию.

млн. руб.	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П
ЕБИТ	441	729	893	1 087	1 294	1 476	1 633
Минус: капвложения	-400	-540	-520	-125	-125	-125	-125
Минус: налог на прибыль	-88	-146	-179	-217	-259	-295	-327
Минус: увеличение оборотного капитала	131	-173	-105	-104	-82	-75	-66
Плюс: амортизация	26	65	105	124	124	124	124
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>110</b>	<b>-65</b>	<b>195</b>	<b>765</b>	<b>952</b>	<b>1 105</b>	<b>1 240</b>

Источник: данные компании, оценки ГК «ФИНАМ»

WACC	13.1%	Безрисковая ставка	7.0%
Приведенная стоимость денежного потока	2 509	Премия за риск для рынка акций	6.0%
Темп роста денежного потока в постпрогнозный период	3.5%	Бета	1.0
Терминальная стоимость	6 437	Целевое соотношение Долг/Капитал	0.25
Целевая стоимость компании	8 946	Бета с учетом долга	1.2
Чистый долг	-121	Стоимость акционерного капитала	14.2%
Целевая стоимость акционерного капитала	9 066	Стоимость долга	12.0%
<b>На акцию</b>	<b>14.9</b>	Стоимость долга после налогов	9.6%
		<b>WACC</b>	<b>13.1%</b>

Источник: оценки ГК «ФИНАМ»

### Сравнительные мультипликаторы

По прогнозным коэффициентам EV/EBITDA и P/E на 2018 г. Европейская Электротехника выглядит дороже своих аналогов с развивающихся рынков. Однако учитывая существенно более высокие ожидаемые темпы роста Европейской Электротехники в ближайшие годы, мы считаем, что такая премия вполне оправдана, несмотря на заметно меньшие размер и ликвидность компании по сравнению с аналогами.

Компания	Тикер	Кап-я, \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA		P/E		ROE, %
				2017	2018П	2017	2018П	
Европейская Электротехника	EELT	121	119	23.2	16.0	56.3	21.0	24.9

Nari Technology	600406	12 218	10 922	13.4	12.3	15.8	19.6	17.1
ABB India	ABB	2 992	1 795	7.5	10.3	25.1	18.2	6.2
China XD Electric	601179	1 762	1 196	15.3	14.1	36.7	29.4	5.1
Xian Shaangu Power	601369	1 391	1 320	6.8	6.5	15.1	9.2	13.9
XJ Electric	000400	1 099	1 107	27.0	13.4	43.6	25.2	16.4
Beijing Hezong Science	300477	1 017	916	5.3	5.0	9.3	9.7	11.4
<b>Медиана по EM</b>				<b>10.4</b>	<b>11.3</b>	<b>20.4</b>	<b>18.9</b>	<b>12.6</b>

ABB	ABBN	49 778	51 597	10.4	8.8	23.9	16.6	6.2
Schnider Electric	SU	49 416	55 459	10.8	10.0	18.1	16.4	10.5
Eaton	ETN	34 070	40 726	10.5	10.0	15.8	14.9	13.1
Rexel	RXL	4 453	6 974	8.6	8.0	36.8	11.5	6.2
Nissin Electric	6641	3 865	3 845	26.9	16.0	62.2	34.8	13.7
<b>Медиана по DM</b>				<b>10.5</b>	<b>10.0</b>	<b>23.9</b>	<b>16.4</b>	<b>10.5</b>

Источник: Bloomberg, оценки ГК «ФИНАМ»

### Технический анализ

С точки зрения технического анализа акции Европейской Электротехники отразились от нижней границы среднесрочного нисходящего канала. В ближайшее время ожидаем продолжения подъема к верхней границе канала, в район 13 руб.



---

Брокерские и консультационные услуги оказывает ГК «ФИНАМ». 127006 г. Москва, пер. Настасьинский, д.7, стр.2, комн.33. Более подробную информацию об услугах ГК «ФИНАМ» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте [Finam.ru](http://Finam.ru) или у своего менеджера.

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ГК «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ГК «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ГК «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ГК «ФИНАМ» категорически запрещено.