

**Открытое акционерное общество
«МРСК Центра»**

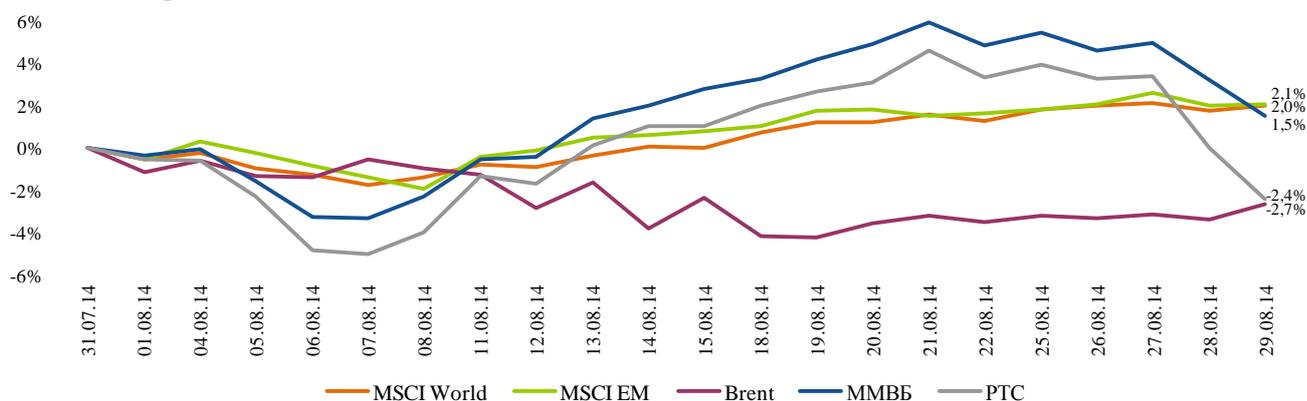


**Рынок акций ОАО «МРСК Центра»
в августе 2014 года,
прогнозы и рекомендации аналитиков
по акциям ОАО «МРСК Центра»**

Москва, сентябрь 2014 г.

Международные и российский рынки акций

В августе индекс развитых стран MSCI World вырос на 2,0%, индекс развивающихся рынков MSCI EM вырос на 2,1%.



Основными драйверами роста мировых рынков стали хорошая статистика из США и надежды инвесторов на продолжение мягкой политики мировыми ЦБ.

- В течение августа в США публиковалась сильная статистика, свидетельствующая о существенном улучшении состояния крупнейшей мировой экономики: темпы роста ВВП во II квартале составили 4,2% – это максимальные темпы подъема экономики с третьего квартала 2013 года, в июле индекс деловой активности в сфере услуг вырос до максимума с декабря 2005 года, в августе индекс потребительского доверия вырос до максимума за 7 лет.

На этом фоне индекс S&P500 в очередной раз обновил исторический максимум, завершив месяц выше психологической отметки 2000 пунктов.

- Ожидания инвесторов в отношении сохранения стимулирующей политики мировыми ЦБ были обусловлены слабостью статистики, поступавшей из других мировых экономических центров. При этом эксперты полагают, что и ФРС США не будет проявлять излишнюю активность в принятии решений по сокращению стимулирующих мер, в частности, по подъему основной процентной ставки.

Европа: ВВП еврозоны во II квартале показал нулевую динамику, экономика ФРГ сократилась впервые с 2012 года, третья крупнейшая экономика еврозоны – итальянская – вновь оказалась в состоянии рецессии. В августе в еврозоне рост потребительских цен замедлился до минимума с 2009 года. Основное беспокойство инвесторов вызывает состояние экономики Германии, которое может поставить под угрозу восстановление экономики всего региона. В числе основных рисков эксперты называют войну санкций с РФ, которая стала реальностью после введения Россией продовольственного эмбарго в отношении западных стран.

Китай: в июле PMI в сфере услуг, рассчитываемый HSBC и Markit Economics, упал до рекордного минимума в 50 пунктов, до посткризисного минимума сократились объемы нового кредитования, темпы роста промпроизводства и розничных продаж замедлились в сравнении с июнем и оказались хуже прогнозов.

Япония: ВВП во II квартале упал на 6,8% г/г – это самое резкое снижение после землетрясения и цунами 2011 года. Причиной обвала стало падение потребительского спроса после повышения с 1 апреля налога с операций купли-продажи.

Эксперты полагают, что первый шаг на пути расширения мер стимулирования экономики сделает ЕЦБ, запустив программу QE. Такой вывод аналитики сделали после выступления главы банка на симпозиуме в Джексон-Хоуле, в котором он, отметив низкие темпы роста экономики еврозоны и высокие риски дефляции, заявил о готовности скорректировать позицию в области кредитно-денежной политики. Кроме того, Financial Times сообщила, что ЕЦБ уже назначил BlackRock консультантом по вопросу о потенциальных покупках ценных бумаг стран еврозоны.

Вместе с тем в течение всего августа основным сдерживающим фактором для рынков был рост геополитических рисков, в основном связанных с Украиной. Напряженность ситуации достигла пика в конце месяца, когда украинские власти сообщили о вводе российских войск на территорию страны. Несмотря на опровержения российской стороны и отсутствие достоверных фактов, подтверждающих эту информацию, в США и ЕС вновь заявили о возможности введения дополнительных санкций против России. В результате рынки вновь оказались под давлением ожиданий продолжения санкционной войны Запада и России.

Индекс ММВБ в августе вырос на 1,5%. Основным драйвером для динамики нашего рынка остается развитие ситуации вокруг Украины. В середине месяца темпы роста индикатора составляли около 5% на не оправдавшихся впоследствии надеждах инвесторов на «прорывные» решения по украинскому кризису в ходе встречи глав Таможенного союза, президента Украины и представителей Евросоюза. В конце месяца российский рынок оказался под давлением заявлений Украины о вводе войск РФ на ее территорию и ожиданий новых санкций со стороны Запада.

В остальном новостной фон носил умеренно негативный характер:

- Минэкономразвития ухудшило прогнозы для экономики РФ в 2014-2017 гг. При этом, отмечают Ведомости, наиболее существенному изменению подверглись параметры 2014-2015 гг. В частности, в 2014 году прогноз по оттоку капитала повышен до \$100 млрд, по инфляции – до 7-7,5%, в 2015 году прогноз темпов роста ВВП снижен в два раза, до 1%, более чем в три раза был понижен прогноз по росту розничной торговли.

- По данным Росстата, ВВП в первом полугодии вырос на 0,8% г/г, по оценке Минэкономразвития – на 0,7%. При этом, по оценке МЭР, очищенная от сезонности динамика ВВП во II квартале была нулевой. С учетом снижения ВВП в I квартале на 0,5%, текущее состояние экономики в МЭР назвали «близким к рецессии».

- По данным Росстата, по состоянию на 25 августа годовая инфляция выросла до 7,6%. По оценкам аналитиков, обративших внимание на этот нетипичный для конца лета рост потребительских цен, основной вклад в эту динамику внес подъем цен на продукты, подпавшие под продуктовое эмбарго со стороны России.

- Росстат сообщил, что в июле промпроизводство выросло на 1,5% г/г, инвестиции в основной капитал снизились на 2% г/г, реальные доходы населения выросли на 2,3%, оборот розничной торговли – на 1,1%, безработица осталась на уровне 4,9%.

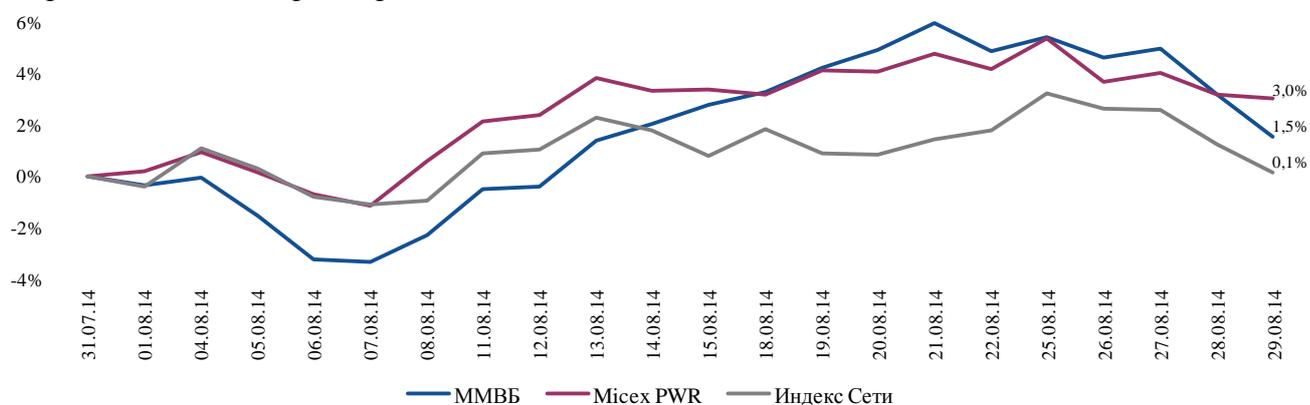
- Ряд ведущих мировых индексных провайдеров – MSCI, S&P Dow Jones Indices, FTSE и Wiener Boerse – после консультаций с инвесторами приняли решение сохранить акции Сбербанка и ВТБ в своих индексах. Между тем, компании MSCI и FTSE приняли решение о запуске новой линейки индексов без российских акций.

В отчетном периоде Citi сообщил об изменении рейтинга акций РФ с «выше рынка» до «нейтрально». По мнению аналитиков, невысокие темпы роста выручки российских компаний и слабый уровень корпоративного управления не способствуют росту рыночной стоимости акций РФ. При этом введенные санкции увеличивают для акций РФ премию за риски и оправдывают высокий дисконт в их оценке относительно международных аналогов.

В свою очередь, риски эскалации украинского кризиса и возможность введения новых санкций стали поводом для снижения Morgan Stanley рейтинга акций РФ до «ниже рынка». При этом, по мнению аналитиков, в случае реализации наихудшего сценария, предполагающего максимальные санкции, значительная часть российского фондового рынка может стать закрытой (uninvestable) для многих инвесторов, и перед инвесторами встанет риск крупных списаний стоимости российских активов в их портфелях.

Рынок акций компаний электроэнергетики

Динамика отраслевого индекса МисехPWR, прибавившего в августе 3,0%, выглядела лучше динамики индекса ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, вырос на 0,1%.



Разница в динамике индексов МисехPWR и ММВБ была сформирована в конце месяца. Во-первых, рост геополитических рисков, связанных с Украиной, отыгрывался в основном в «голубых фишках» российского рынка, во-вторых, от большего снижения отраслевой МисехPWR удержала хорошая отчетность госкомпаний сектора по МСФО по итогам первого полугодия.

В целом насыщенный новостной фон для сектора носил нейтральный характер:

- По информации Интерфакса, Минэкономразвития после повышения прогнозов по инфляции в 2014-2015 гг. предлагает индексировать тарифы на услуги естественных монополий в 2015 году на 7,2% вместо прежних 6%, в 2016 году – на 6,5% вместо 5%.

Как напоминает Интерфакс, правила индексации регулируемых тарифов на газ и электроэнергию на 2015-2016 годы предполагают их увеличение на уровень прогнозной инфляции предыдущего года.

- Правительство утвердило изменения, необходимые для проведения конкурентного отбора мощности на 2015 год, соответствующее постановление опубликовано на сайте правительства. Правила КОМ-2015, констатирует Интерфакс, не будут принципиально отличаться от условий конкурса на 2014 год. При этом долгосрочный КОМ снова перенесен на неопределенный срок.

При этом в НП «Совет рынка», пишет Коммерсант, полагают, что самым существенным отличием условий проведения КОМ на 2015 год в сравнении с годом ранее, является значительное превышение предложения над спросом – на 15,7-17,7 ГВт. В этих расчетах были учтены уменьшение прогноза спроса – примерно на 6-8 ГВт, и прирост предложения новых генерирующих мощностей на 9,7 ГВт. По мнению Совета рынка, это приведет к увеличению конкуренции на рынке и давлению на цены КОМ.

- По информации Коммерсанта, правительство наконец согласовало новую модель регулирования на рынке тепла, но из-за опасения слишком быстрого роста цен государство растянуло срок ее введения до 2023 года. При этом до конца переходного периода могут использоваться существующие методы регулирования рынка тепла.

Основной проблемой, напоминает газета, при принятии решения о переходе на новую модель ценообразования на рынке тепла, основанную на методе «альтернативной котельной», был резкий рост тарифов в большинстве регионов – в среднем по стране на 26%, по оценкам Минэнерго. В связи с этим министерство изначально предлагало растянуть рост тарифов до 2016-2017 годов, но уже в мае заместитель главы Минэнерго В.Кравченко говорил, что переход затянется до 2020 года.

В НП «Совет производителей энергии» сообщили, что у них нет возражений по механизму перехода к новой модели рынка тепла. Однако ряд генерирующих компаний не согласен с предложенной концепцией. В частности, в Квадре считают, что увеличение сроков перехода

затянет модернизацию отрасли, а при наличии нескольких тарифных методов в регионах выберут тот, при котором тариф будет меньше. В КЭС-холдинге называют срок запуска модели «одним из наиболее критичных параметров для инвесторов», и отмечают, что его сдвиг – «сильный негативный сигнал для отрасли».

- СМИ сообщили, что Минэнерго представило методику для уточнения коэффициента компенсируемой доли затрат по ДПМ, отражающей прибыль компаний от продажи электроэнергии.

Как напомнил Коммерсант, компенсация генкомпаниям затрат по ДПМ осуществляется за счет повышенных тарифов на мощность, но с учетом того, что часть доходов генератор получит на РСВ. В 2010 году, когда разрабатывали ДПМ, планировалось, что на РСВ генераторы будут получать 25-30% от выручки. При этом прогноз ДПМ предполагал ежегодный прирост потребления электроэнергии около 3% и значительный рост цен на РСВ, идущий синхронно с тарифами на топливо.

В реальности, пишет газета, из-за снижения темпов потребления и отставания темпов роста цен РСВ от роста цен на топливо доходы новых блоков ДПМ на РСВ оказались заметно ниже и составляли только 15-20% от необходимой валовой выручки. В результате, сообщили в НП «Совет производителей электроэнергии», по ДПМ уже введено 10 ГВт новых мощностей, а замедление темпов роста фактических цен на электроэнергию привело к снижению их доходов в среднем на 5%, или на 4 млрд руб. только в 2014 году.

В Deutsche Bank полагают, что предложения Минэнерго позволят повысить платежи за мощность для новых энергоблоков, вводимых по ДПМ, и являются позитивными для всех генерирующих компаний со значительным объемом мощностей ДПМ. В свою очередь, в ВТБ Капитале все же указывают на риски того, что в методике Минэнерго не полностью учтены расхождения в динамике цен на электроэнергию и цен на топливо.

- По информации Интерфакса, цена ДПМ для ГЭС и АЭС не будет пересмотрена до 2021 года – это следует из проекта постановления правительства, подготовленного Минэкономразвития. Срок был перенесен из-за «необходимости сокращения негативного влияния на финансовое состояние и реализации инвестиционных программ компаний в кратко-среднесрочной перспективе», сообщил собеседник агентства.

Ранее СМИ сообщали, что в правительстве обсуждается возможность исключения ЦИС из расчета доходности по ДПМ для ГЭС и АЭС начиная с 2014 года. В РусГидро оценили выпадающие доходы от этих новшеств на уровне 80 млрд руб. в течение 20 лет. При этом, по мнению аналитиков, потери Росэнергоатома были бы еще более значительными – только в 2015 году они могли бы составить около 10 млрд руб.

- Агентство Интерфакс сообщило, что ставки водного налога для энергетиков могут быть увеличены более плавно, чем это ранее предлагалось Минприроды. В частности, Минэнерго полагает, что годовой рост ставки водопользования для производства электроэнергии должен быть ограничен уровнем 10%, тогда как в соответствии с предложением Минприроды накопленная индексация водных ставок в 2019 году должна была составить 3,4х к 2014 году.

Как напоминает Интерфакс, ранее НП «Совет производителей энергии», а также иностранные инвесторы в российскую электроэнергетику – Fortum, E.ON и Enel – обратились в правительство РФ с просьбой ограничить рост ставки водного налога для генерирующих компаний. По расчетам НП «Совет производителей энергии», увеличение затрат генкомпаний по этой статье приведет к повышению тарифов на электрическую и тепловую энергию от 1,5% до 140% в зависимости от вида генерирующего объекта.

- По информации газеты Ведомости, строить теплоэлектростанции в Крыму будет структура госкорпорации Ростех – компания ВО «Технопромэкспорт» получила соответствующее предложение от Минэнерго. Как напоминают Ведомости, ранее Минэнерго предлагало перенести генкомпаниям невостребованные проекты ДПМ в Крым с увеличением нормы

доходности на 2-4 п.п. Однако, пишет газета, генераторы отказались, опасаясь санкций. В то же время, напоминают Ведомости, структуры Ростеха уже находятся под санкциями США.

Возвращаться вложения Ростеха в энергетику Крыма, по информации газеты, возможно, будут по схеме ДПМ с годовой доходностью 14%. По оценке Ренессанс Капитала, в этом случае переплата за мощность для российских потребителей – юридических лиц – составит 7,4 млрд руб. в год. В свою очередь, глава НП «Сообщество потребителей энергии» А.Старченко сообщил, что с потребителями такая схема не обсуждалась.

- По оценкам аналитиков Газпромбанка, которые приводит газета Ведомости, рост процентных ставок на российском финансовом рынке уже в следующем году может добавить к цене электроэнергии 0,5 п.п. Всего, подсчитали в Газпромбанке, если эта тенденция сохранится, в 2015-2018 гг. потребителям это будет стоить 60 млрд руб.

В своих расчетах эксперты ссылаются на нормативные положения, определяющие уровень доходности для ДПМ – она определяется ежегодно с учетом доходности облигаций ОФЗ со сроком погашения 8-10 лет по итогам торгов на Московской бирже в предшествующем году. В 2014 году, по данным НП «Совет рынка», норма доходности по ДПМ установлена на уровне 12,6% при средней доходности гособлигаций за 2013 год в 7,2%. По прогнозам Газпромбанка, в этом году доходность ОФЗ может вырасти до 8,8%, что приведет к росту доходности по ДПМ в следующем году до 14,3%. В 2015-2018 гг., по оценкам экспертов Газпромбанка, тенденция к росту ставок на внутреннем долговом рынке сохранится, доходность ОФЗ составит 8-8,6% годовых.

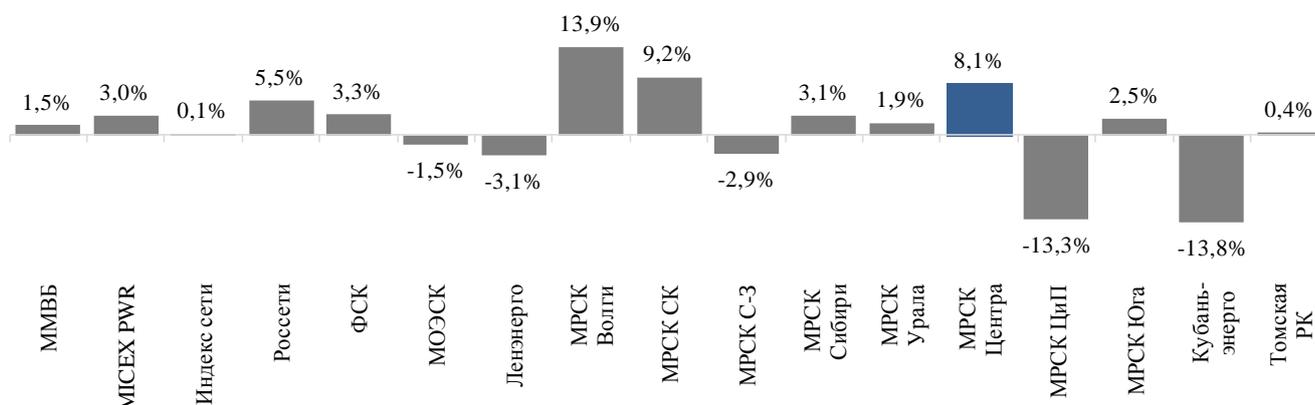
Аналитики Deutsche Bank, комментировавшие эту информацию, отметили, что период 2015-2016 гг. будет иметь решающее значение для регуляторных решений в секторе генерации, поскольку на эти годы приходится ввод крупных проектов по ДПМ, которые могут существенно увеличить цены для потребителей, что, в свою очередь, может привести к изменению правил регулирования в целях решения задачи снижения цены на электроэнергию.

- По данным Системного оператора, потребление электроэнергии в России в июле выросло на 0,6% г/г, до 75,7 млрд кВт.ч, потребление в ЕЭС России выросло также на 0,6% и составило 74,3 млрд кВт.ч. Выработка электростанций в России в июле составила 76,2 млрд кВт.ч (+0,2% г/г), выработка в ЕЭС России – 74,8 млрд кВт.ч. При этом выработка ТЭС в ЕЭС России снизилась 3,3%, ГЭС – на 5,4%, выработка АЭС увеличилась на 17,3%.

Аналитики Deutsche Bank, комментируя эту статистику, отметили, что динамика цен на электроэнергию является все же более значимой для финансовых показателей компаний, нежели показатели выработки. В связи с этим эксперты обратили внимание на то, что в первой ценовой зоне спотовые цены снизились на 1,3% г/г. При этом в Deutsche Bank полагают, что цены на спотовом рынке останутся на прежнем уровне до конца года, что окажет давление на прибыль генерирующих компаний.

Рынок акций электросетевых компаний

Капитализация электросетевых компаний в августе изменилась разнонаправленно, индекс Сети увеличился на 0,1%, тогда как индекс МiсехPWR прибавил 3,0%.



В целом насыщенный новостной фон для компаний электросетевого сектора носил нейтральный характер:

- Газета Ведомости сообщила, что Минэнерго обратилось в Минэкономразвития с предложением проиндексировать тариф для Россетей в 2015 году на 4 п.п. выше уровня инфляции. Таким образом, исходя из предложения МЭР об индексации тарифов естественных монополий на прогнозный уровень инфляции в 7,2%, рассматривается возможное повышение тарифа на передачу электроэнергии на 11,2%.

По информации Ведомостей, в Россетях объясняют необходимость дополнительного повышения тарифов тем, что в Минэкономразвития учли не все выпадающие доходы компании, оцениваемые в 600 млрд руб. в 2015-2017 гг. Среди причин возникновения этого разрыва в компании указывают введение льгот для потребителей, отмену договоров «последней мили», рост перекрестного субсидирования и снижение полезного отпуска.

Эксперты достаточно скептически оценивают перспективы утверждения предложения Минэнерго, подчеркивая, что оно противоречит решению правительством задачи по сдерживанию темпов инфляции.

Кроме того, в Ренессансе полагают, что дополнительный рост тарифов не потребует, если Россети, как запланировано, сократят свои расходы на 24%. Эту точку зрения разделяют в НП «Сообщество потребителей энергии». «Россети рапортуют о снижении опекса на 15% и удельных капзатрат – на 30%. Зачем компании рост тарифа, если она действительно сокращает издержки?», - цитируют Ведомости главу партнерства В.Киселева.

- По информации Коммерсанта, Минэнерго предлагает обязать крупных потребителей (с присоединенной мощностью свыше 670 кВт) оплачивать неиспользуемый резерв мощности подстанций с 1 июля 2015 года. Сейчас, напоминает газета, потребители оплачивают только реально используемую сетевую мощность вне зависимости от того, какой объем им исходно выделен. В результате сейчас «лишние» сетевые мощности у крупных потребителей достигают почти 70 ГВт, а в целом по рынку – до 120 ГВт.

Минэнерго, пишет газета, предлагает с 1 июля 2015 года взимать стоимость расходов содержания 5% резервов, увеличивая каждый год эту планку на 5 п.п., до итоговых 20%. На средства от оплаты резерва, рассчитывают в Минэнерго, компании будут снижать тариф на передачу для других потребителей.

Между тем, пишет Коммерсант, ФАС, Минэкономразвития и потребители считают предложенный Минэнерго механизм несправедливым.

В ФАС полагают, что тариф на передачу нужно оптимизировать, сокращая издержки сетевых компаний, поскольку на них приходится около 48% в конечной цене на электроэнергию, а введение платы за резерв может привести к уходу крупных потребителей из ЕЭС.

Минэкономразвития полагает, что резерв должны оплачивать только новые потребители. В НП «Сообщество потребителей электроэнергии» заявили, что расходы на оплату передачи электроэнергии вырастут на 20-90%, такая мера особенно негативно повлияет на экономику Газпрома и РЖД, инфраструктура которых требует большого резерва.

- По информации агентства Интерфакс, Минэнерго не поддержало предложение о продлении действия договоров «последней мили» после 1 июля 2017 года на территории республики Хакасия. По словам представителя ведомства, к этому вопросу было предложено вернуться не ранее 2017 года с учетом ежегодного мониторинга ситуации, *«когда будут понятны результаты реализации иных мероприятий компенсационного характера»*.

Как напоминает Интерфакс, инициатива пролонгации договоров «последней мили», впоследствии поддержанная Россетями, исходила от субъектов РФ, в числе которых агентство называет республики Хакасии и Марий Эл, Нижегородскую область.

- Газета Коммерсант сообщила, что ФАС требует от Россетей выплатить в бюджет 512 млн руб. за злоупотребления, допущенные энергосбытами Северного Кавказа, входящими в холдинг, на оптовом энергорынке в 2011-2012 гг. По мнению ФАС, сбыты завывшали план по потреблению, что позволяло им зарабатывать на отклонениях от фактического спроса. Из-за этого, по оценке НП «Совет рынка», потребители I ценовой зоны только в 2012 году переплатили 1,36 млрд руб. на оптовом рынке.

В Россетях, пишет Коммерсант, с решением ФАС не согласны и планируют его обжаловать. Имеющиеся отклонения в этот период находились в границах допустимых значений, установленных регламентами ОРЭМ, заявили в компании. Если бы они превышали допустимые значения, то сбыты были бы лишены возможности планировать потребление на очередной месяц, но таких фактов не было.

- По информации газеты Ведомости, Россети поручили своим «дочкам» приостановить внедрение информационных систем АСТУ, АСУ ТП иностранного производства, чтобы снизить зависимость от *«импорта оборудования, технических устройств, комплектующих, услуг/работ иностранных компаний и использования иностранного программного обеспечения»*. Поручение, пишут Ведомости, дано во исполнение решения прошедшего в июне заседания комиссии при президенте по вопросам стратегии развития ТЭКа.

Вместе с тем, сообщили представители НП ТСО, если для решения задач сбора технологической информации российские аналоги существуют, то в более «тонких» инструментах – системах управления распределением электроэнергии и управления отключениями, таких аналогов нет. Сейчас на российском рынке есть только два производителя таких систем, и оба зарубежные – General Electric и Schneider Electric.

По оценке главы НП ТСО, на разработку российских аналогов таких систем может потребоваться до пяти лет: как минимум год нужен на то, чтобы собрать детальные требования со всех компаний, а процессы тестирования и сертификации займут один-два года, так как ошибки в таком ПО недопустимы.

- По сообщению Интерфакса со ссылкой на главу Россетей, холдинг продолжает вести переговоры с западными компаниями и китайскими инвесторами о вложениях в электросетевой комплекс своих дочерних структур. В частности, по его словам, продолжаются переговоры с французской компанией ERDF, которая готова взять в эксплуатацию «еще новые сети», но при этом наиболее активно ведутся переговоры с Государственной электросетевой компанией Китая и китайскими банками.

- Коммерсант сообщил, что Крым решил национализировать не финансирующиеся с апреля более 1,3 тыс. км магистральных электросетей Крымской электро-энергетической системы (КрымЭС), передав их на баланс крымскому ГУП «Крымэнерго». Как пишет газета, в Минэнерго допускают, что после перехода имущества к Крымэнерго власти Крыма могут привлечь к управлению «третьи компании» через конкурс, в котором могли бы участвовать и

Россети. При этом, по словам источника, Россети предлагали свои услуги по управлению активом, но Минэнерго это не поддержало.

По оценке аналитиков Ренессанс Капитала, сообщает Коммерсант, сеть КрымЭС могла бы стоить около \$90 млн, если износ близок к показателям ФСК, а строительство «с нуля» такой сети с уровнем износа около 62% (восстановительная стоимость) обошлось бы в \$900 млн. Сопоставимую оценку представили в НП территориальных сетевых организаций – аналогичная сеть в России с долгосрочными тарифными параметрами могла бы стоить около 3 млрд руб., сообщил глава НП ТСО А.Хуруджи. Также он добавил, что сетям, скорее всего, требуется реконструкция, и инвестиции могут в десять раз превысить остаточную стоимость активов.

● Текущие новости МРСК касались в основном проблем финансирования инвестиционных программ компаний:

- По информации Интерфакса, Сбербанк и ВТБ могут повысить ставки по кредитам для МОЭСК. В прошлом году, напоминает Интерфакс, МОЭСК привлек возобновляемую кредитную линию Сбербанка в объеме 20 млрд руб. под 8% на 7 лет, также кредитную линию компании открыл ВТБ – на 10 млрд руб.
- МРСК Волги объявила аукционы по привлечению 3 млрд руб. под ставку не более 12% годовых. При этом Интерфакс напоминает, что в 2014 году компания дважды пыталась привлечь эти кредиты – сначала под процентную ставку не более 8,6% годовых, затем – не более 10% годовых, однако аукционы не состоялись из-за отсутствия заявок.
- Ленэнерго объявило аукционы на привлечение двух невозобновляемых кредитных линий общим лимитом 5 млрд руб. Средства должны быть предоставлены сроком на 3 года под ставку не более 12,2% годовых.

В отчетном периоде электросетевые компании опубликовали отчетность по МСФО за I полугодие:

● Выручка Россетей выросла на 9% г/г, до 379,5 млрд руб., скорректированный показатель EBITDA – на 6%, до 121,9 млрд руб., скорректированная чистая прибыль – на 5%, до 38,1 млрд руб. Оба скорректированных показателя, отмечают в компании, увеличились благодаря более высоким темпам роста выручки, в том числе выручки от услуг по передаче электроэнергии, по сравнению с ростом операционных расходов.

Аналитики прокомментировали представленные результаты как сильные, отметив в качестве основных драйверов хороших итогов полугодия контроль расходов и отсутствие убытков из-за обесценения активов.

При этом основной вклад в позитив представленной отчетности, по мнению аналитиков Deutsche Bank, внесли результаты ФСК, консолидированные в отчетность холдинга – такой вывод они сделали на основании информации по сегментам.

В то же время эксперты с осторожностью смотрят на перспективы компании, учитывая неопределенность регуляторной среды, объемную инвестпрограмму и замораживание тарифов в 2014 году.

● Выручка ФСК выросла на 12,6% г/г, до 85,36 млрд руб., скорректированный показатель EBITDA – на 23%, до 49,9 млрд руб., скорректированная чистая прибыль – на 145%, до 19,38 млрд руб.

Все показатели оказались лучше ожиданий аналитиков: выручка превысила консенсус-прогноз, подготовленный Интерфаксом на 2%, скорректированный показатель EBITDA – на 4%, скорректированная чистая прибыль – на 62%.

По мнению экспертов, отчетность носит позитивный характер. Главным образом, аналитики отметили реализацию программы контроля операционных расходов. Тем не менее, в числе сдерживающих факторов эксперты по-прежнему отмечают неопределенность с тарифными решениями и инвестиционной программой.

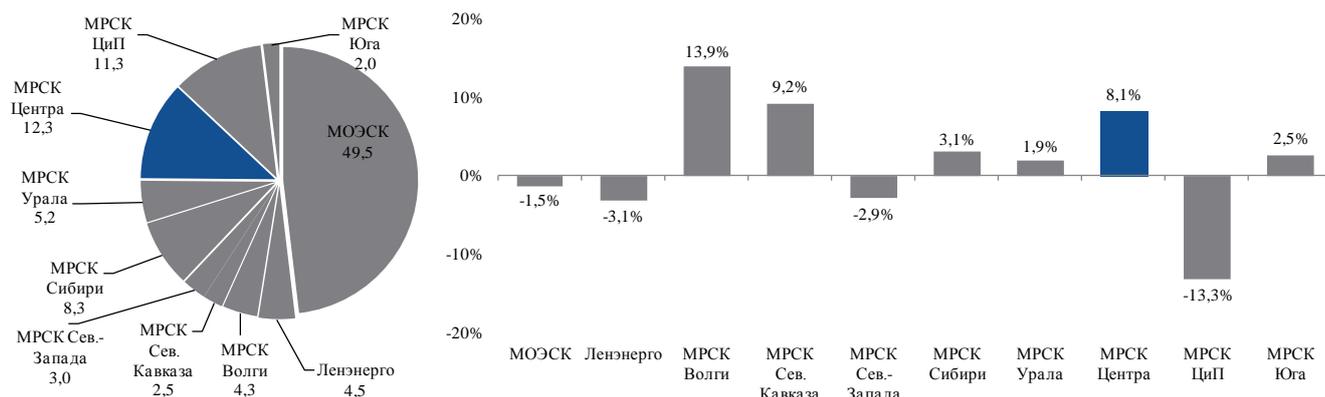
● Сводные итоги отчетности по МСФО МРСК/РСК представлены в таблице:

| МРСК/РСК | Выручка, млрд руб. | | | Чистая прибыль / убыток (-), млрд руб. | | |
|-------------------------|--------------------|---------------|--------------|--|--------------|--------------|
| | 1П2013 | 1П2014 | Изм., %, г/г | 1П2013 | 1П2014 | Изм., %, г/г |
| МОЭСК | 61,23 | 60,27 | -1,6% | 7,19 | 4,31 | -40,0% |
| Ленэнерго | 13,81 | 18,19 | 31,7% | 0,58 | 0,33 | -43,4% |
| МРСК Центра | 41,90 | 47,69 | 13,8% | 0,62 | 2,60 | 318,5% |
| МРСК Северо-Запада | 20,36 | 23,97 | 17,7% | -0,25 | 0,52 | - |
| МРСК Центра и Приволжья | 36,75 | 36,15 | -1,6% | 1,50 | 1,21 | -19,8% |
| МРСК Волги | 22,91 | 22,89 | -0,1% | 0,28 | 0,37 | 33,0% |
| МРСК Урала | 30,39 | 34,65 | 14,0% | 0,14 | 0,68 | 376,8% |
| МРСК Сибири | 30,48 | 31,58 | 3,6% | -1,53 | 1,26 | - |
| МРСК Юга | 11,81 | 14,38 | 21,7% | -0,19 | -0,33 | 74,7% |
| МРСК Северного Кавказа | 6,55 | 6,96 | 6,3% | -1,13 | -2,44 | 115,4% |
| Кубаньэнерго | 14,29 | 13,71 | -4,0% | -0,76 | -0,71 | -6,6% |
| Тюменьэнерго | 24,31 | 25,68 | 5,6% | 4,25 | 2,65 | -37,7% |
| Суммарно | 314,79 | 336,13 | 6,8% | 10,71 | 10,45 | -2,4% |

Аналитики отметили ожидаемо слабую отчетность МОЭСК, указав в качестве основной причины снижения прибыли существенный рост операционных расходов и сокращение доходов от высоко маржинального бизнеса по присоединению к электрическим сетям.

Комментарии аналитиков по новостям электросетевого сектора представлены в Приложении.

На следующих диаграммах представлены показатели капитализации МРСК на конец отчетного периода (млрд руб.) и динамика изменения за месяц (%):

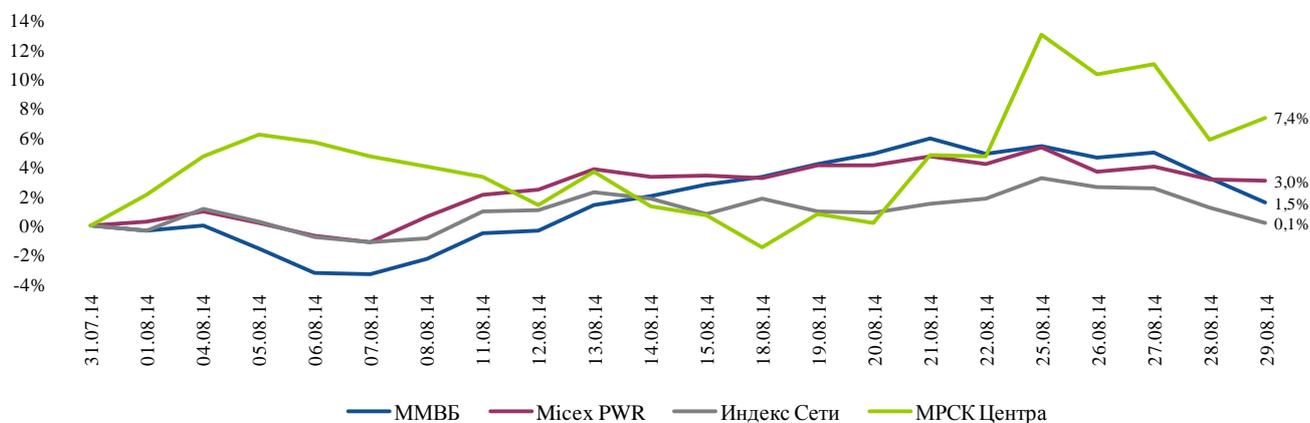


Значения капитализации МРСК в последний день отчетного и предшествующего периодов (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

| Общество | Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) | | Изменение за месяц, % |
|-------------------------|--|-----------------|--------------------------|
| | | | |
| | 31 июля 2014 | 29 августа 2014 | |
| МОЭСК | 50,2 | 49,5 | -1,5% |
| Ленэнерго | 4,6 | 4,5 | -3,1% |
| МРСК Волги | 3,8 | 4,3 | 13,9% |
| МРСК Северного Кавказа | 2,3 | 2,5 | 9,2% |
| МРСК Северо-Запада | 3,1 | 3,0 | -2,9% |
| МРСК Сибири | 8,1 | 8,3 | 3,1% |
| МРСК Урала | 5,1 | 5,2 | 1,9% |
| МРСК Центра | 11,4 | 12,3 | 8,1% |
| МРСК Центра и Приволжья | 13,0 | 11,3 | -13,3% |
| МРСК Юга | 1,9 | 2,0 | 2,5% |

Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц ростом стоимости на 7,4% по ценам закрытия на Московской бирже, существенно опередив динамику рынка, отраслевого индекса МисехPWR и динамику Индекса Сети.



Характеристика объемов торгов на Московской бирже (Т+основные режимы) акциями МРСК Центра в отчетном периоде представлена в таблице:

| Биржевая площадка | Количество сделок, шт. | Оборот, шт. | Объем, млн руб. |
|-------------------------------------|------------------------|-------------|-----------------|
| Московская биржа, Т+основные режимы | 2 644 | 188 068 000 | 53,56 |

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+основные режимы) оборот по акциям МРСК Центра в отчетном периоде составил 188 068 000 шт. или 0,45% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам по сравнению с предыдущим месяцем, когда был зафиксирован рекордный оборот за всю историю торгов на Московской бирже, уменьшился в 5,7 раза, количество сделок снизилось на 30%. Среднедневной оборот торгов составил около 8,9 млн шт. – в 5 раз ниже показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд¹ на Московской бирже в августе увеличился до 0,71% с июльских 0,63%. Максимальный спрэд в отчетном периоде достигал 1,44% (19 августа), а минимальное значение спрэда составило 0,03% (28 августа).

Основной новостью для МРСК Центра в августе стала публикация сильной отчетности по МСФО по итогам I полугодия: выручка компании увеличилась на 13,8% г/г, до 47,69 млрд руб., чистая прибыль выросла более чем в 4 раза, до 2,60 млрд руб. В остальном новостным фоном для МРСК Центра выступали общие новости распределительного сектора.

Комментарии аналитиков по новостям распределительного сектора в отчетном периоде представлены в Приложении.

¹ Спрэд рассчитан как (ask/bid-1)

Прогнозы и рекомендации аналитиков по акциям ОАО «МРСК Центра» и взгляды на распределительный сектор в целом

Информация о текущих рекомендациях аналитиков инвестиционных компаний представлена в таблице (цветом выделены оригинальные оценки, без конвертации в другую валюту):

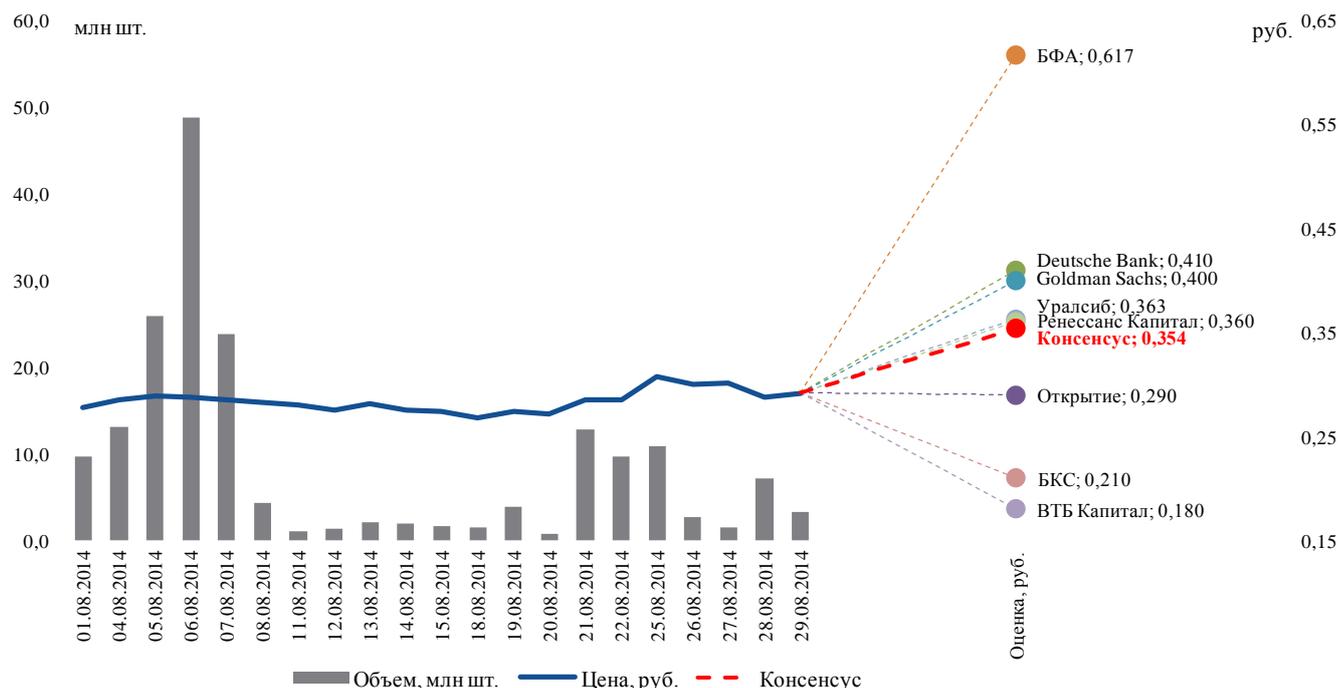
| Компания | Аналитики | Оценка (прогноз) | | Потенциал роста | Дата обновления | Рекомендация |
|---|----------------------|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|--------------|
| | | \$ | руб. ² | | | |
| <i>Оценки в рублях</i> | | | | | | |
| 1 Ренессанс Капитал | Скляр | 0,010 | 0,360 | 23% | 20.08.2014 | покупать |
| 2 Открытие | Бейден | 0,008 | 0,290 | -1% | 28.07.2014 | держать |
| 3 ВТБ Капитал | Расстригин, Селезнев | 0,005 | 0,180 | -38% | 10.07.2014 | продавать |
| 4 Deutsche Bank | Булгаков | 0,011 | 0,410 | 40% | 13.12.2013 | покупать |
| 5 БКС | Гончаров | 0,006 | 0,210 | -28% | 20.11.2013 | держать |
| 6 Goldman Sachs | Голоднов, Дегтярев | 0,011 | 0,400 | 37% | 22.05.2013 | покупать |
| <i>Оценки в долларах США</i> | | | | | | |
| 7 Уралсиб | Тайц | 0,01 | 0,363 | 24% | 28.01.2014 | покупать |
| 8 БФА | Жданов | 0,017 | 0,617 | 111% | 10.07.2013 | покупать |
| <i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i> | | | | | | |
| 9 Sberbank CIB ¹ | Котиков, Труфанов | 0,010-0,013 | | | 21.01.2014 | покупать |
| 10 Атон | Купреев | 0,0169 | 0,614 | 110% | 13.12.2012 | держать |
| 11 Номос Банк | Лямин | 0,0231 | 0,839 | 187% | 24.05.2012 | держать |
| 12 Газпромбанк | | 0,021 | 0,750 | 157% | 29.11.2012 | выше рынка |
| Консенсус | | 0,010 | 0,354 | 21% | | |
| Текущая цена ³ | | | 0,292 | | | |

Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков

1. Оценка Sberbank CIB - индикативный диапазон цен - не включена в расчет консенсуса;
2. Оценки представлены с учетом официального курса ЦБ в последний день отчетного периода;
3. Цена закрытия на Московской бирже в последний день отчетного периода.

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,354 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 21%. За прошедший месяц показатель снизился на 8 п.п. за счет роста стоимости акций.

Графически оценки акций МРСК Центра аналитиками инвестиционных компаний и консенсус-прогноз выглядят следующим образом:



Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков

В отчетном периоде, 20 августа, Ренессанс Капитал возобновил аналитическое покрытие электросетевых компаний. Из 14 бумаг только для двух – МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья – установлена рекомендация «покупать», для одной – МРСК Юга – «держат», для всех остальных – «продавать».

В качестве основных предположений, использовавшихся при оценке компаний сегмента, аналитики указывают следующие:

- Рост тарифов для МРСК будет ограничен уровнем инфляции – эксперты считают, что для МРСК, чья доля в текущих тарифах составляет 48%, темпы роста тарифов будут соответствовать темпам роста цен на электроэнергию в целом.
- Стагнация потребления электроэнергии, по крайней мере, будет наблюдаться до 2019 года – такой вывод сделан с учетом корреляции динамики этого показателя и динамики ВВП.
- Отсутствие прогресса в контроле издержек – для достижения заявленных целей снижения издержек на 30% к 2015 году, полагают эксперты, в частности, нужны значительные инвестиции и высокий уровень компетенций.
- Заложенные в модель инвестиции соответствуют последним обсуждаемым проектам для сетевых компаний.
- С 2015 года электросетевые компании будут направлять на дивиденды 25% чистой прибыли по МСФО.
- WACC для компаний составляет 13-19%, отражая как общие страновые и секторальные риски, так и специфические риски для каждой компании.

При оценке компаний аналитики использовали два метода: дисконтирования денежных потоков и дисконтирования дивидендных платежей.

По рассчитанным DCF моделям, аналитики сделали вывод, что весь операционный денежный поток компаний будет обслуживать долг и инвестиционные программы. Согласно этому подходу, у всех компаний, за исключением МРСК Центра и Приволжья, справедливая стоимость находится на уровне ниже рыночной, восемь компаний имеют отрицательную стоимость.

Figure 3: DCF-based value calculation

| | South MRSK | Lenenergo | Siberia MRSK | Urals MRSK | Volga MRSK | North Caucasus MRSK | Moscow United DistCo | Center MRSK | North West MRSK | Kubanenergo | Tomsk DistCo | Center & Volga MRSK | FSK | Russian Grids |
|--|------------|-----------|--------------|------------|------------|---------------------|----------------------|-------------|-----------------|-------------|--------------|---------------------|-----------|---------------|
| Discounted cash flows 2014-2018, RUBmn | 11,510 | (22,529) | 4,308 | 6,436 | 3,828 | (2,651) | 30,228 | 15,284 | 3,210 | 6,590 | 419 | 18,254 | (24,923) | (33,149) |
| Terminal value growth | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Terminal value, RUBmn | 9,171 | 37,648 | 14,951 | 15,651 | 3,825 | (5,002) | 73,963 | 51,309 | 9,640 | 20,714 | 354 | 32,208 | 132,261 | 180,522 |
| Discounted terminal value, RUBmn | 3,939 | 16,597 | 6,578 | 6,816 | 1,760 | (2,160) | 36,225 | 27,691 | 4,214 | 8,953 | 153 | 14,804 | 61,403 | 83,652 |
| EV, RUBmn | 15,449 | (5,932) | 10,886 | 13,251 | 5,588 | (4,811) | 66,453 | 42,976 | 7,424 | 15,543 | 573 | 33,058 | 36,480 | 50,503 |
| Net debt, 2014YE, RUBmn | 21,266 | 47,454 | 14,013 | 11,780 | 11,634 | 6,757 | 58,684 | 31,537 | 15,438 | 12,502 | (653) | 17,789 | 256,543 | 581,761 |
| Fair market cap, RUBmn | (5,818) | (53,386) | (3,128) | 1,471 | (6,046) | (11,567) | 7,769 | 11,439 | (8,014) | 3,041 | 1,226 | 15,269 | (220,064) | (531,257) |
| Total shares, adj. | 49,811 | 1,646 | 94,815 | 87,430 | 178,578 | 155 | 48,707 | 42,218 | 95,786 | 283 | 3,819 | 112,698 | 1,274,665 | 163,003 |
| Total shares, pref | | 93 | | | | | | | | | | | | 2,075 |
| Target price, RUB | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.16 | 0.271 | 0.00 | 10.75 | 0.32 | 0.14 | 0.00 | 0.00 |
| Target price pref, RUB | | 0.00 | | | | | | | | | | | | 0.00 |
| Current price, RUB | 0.04 | 2.71 | 0.08 | 0.06 | 0.02 | 16.79 | 1.02 | 0.268 | 0.03 | 63.99 | 0.50 | 0.11 | 0.05 | 0.51 |
| Current price pref, RUB | | 15.30 | | | | | | | | | | | | 0.47 |
| Upside/downside potential | -100% | -100% | -100% | -72% | -100% | -100% | -84% | 1% | -100% | -83% | -36% | 23% | -100% | -100% |
| Upside/downside potential, pref | | -100% | | | | | | | | | | | | -100% |

Source: Bloomberg, Company data, Renaissance Capital estimates

Второй метод – дисконтированных дивидендов – принес более утешительные итоги.

Figure 14: DDM-based fair value calculation

| | South MRSK | Lenenergo | Siberia MRSK | Urals MRSK | Volga MRSK | North Caucasus MRSK | Moscow United DistCo | Center MRSK | North West MRSK | Kubanenergo | Tomsk DistCo | Center & Volga MRSK | FSK | Russian Grids |
|---------------------------------------|------------|-----------|--------------|------------|------------|---------------------|----------------------|-------------|-----------------|-------------|--------------|---------------------|-----------|---------------|
| Discounted dividends 2014-2018, RUBmn | 756 | 2,675 | 317 | 738 | 829 | - | 15,066 | 5,790 | 422 | 388 | 269 | 6,220 | 23,990 | 16,379 |
| Terminal value growth, % | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Terminal value, RUBmn | 3,317 | 2,179 | 1,682 | 3,931 | 2,614 | - | 31,277 | 17,756 | 1,827 | 2,388 | 446 | 12,783 | 38,605 | 36,420 |
| Discounted terminal value, RUBmn | 1,425 | 42 | 740 | 1,712 | 1,203 | - | 15,318 | 9,583 | 799 | 1,032 | 193 | 5,876 | 17,923 | 16,877 |
| Fair market cap, RUBmn | 2,181 | 2,717 | 1,057 | 2,450 | 2,032 | - | 30,384 | 15,372 | 1,221 | 1,420 | 462 | 12,096 | 41,913 | 33,256 |
| Total shares, adj. | 49,811 | 1,135 | 94,815 | 87,430 | 178,578 | 155 | 48,707 | 42,218 | 95,786 | 283 | 3,819 | 112,698 | 1,274,665 | 161,079 |
| Total shares, pref | | 93 | | | | | | | | | | | | 2,075 |
| Target price, RUB | 0.04 | 2.39 | 0.01 | 0.03 | 0.01 | - | 0.62 | 0.36 | 0.01 | 5.02 | 0.12 | 0.11 | 0.03 | 0.21 |
| Target price pref, RUB | | 12.95 | | | | | | | | | | | | 0.40 |
| Current price, RUB | 0.04 | 2.71 | 0.08 | 0.06 | 0.02 | 16.79 | 1.02 | 0.27 | 0.03 | 63.99 | 0.50 | 0.11 | 0.05 | 0.51 |
| Current price pref, RUB | | 15.30 | | | | | | | | | | | | 0.47 |
| Upside/downside potential | 3% | -12% | -87% | -54% | -52% | -100% | -39% | 36% | -60% | -92% | -76% | 0% | -39% | -59% |
| Upside/downside potential pref | | -15% | | | | | | | | | | | | -15% |

Source: Bloomberg, Company data, Renaissance Capital estimates

Акции двух компаний – МРСК Юга и МРСК Центра – получили upside к текущей рыночной стоимости, прогнозная стоимость акций МРСК Центра и Приволжья соответствует текущему рынку.

Итоговые результаты оценки представлены в таблице.

Figure 15: Target prices and ratings for Russian electricity grids

| | Ticker | Current price, RUB/share | Target price, RUB/share | Upside/downside potential | Rating |
|----------------------|--------|--------------------------|-------------------------|---------------------------|--------|
| South MRSK | MRKY | 0.04 | 0.04 | 3% | HOLD |
| Lenenergo | LSNG | 2.71 | 2.39 | -12% | SELL |
| Lenenergo pref | LSNGP | 15.30 | 12.95 | -15% | SELL |
| Siberia MRSK | MRKS | 0.08 | 0.01 | -87% | SELL |
| Urals MRSK | MRKU | 0.06 | 0.03 | -54% | SELL |
| Volga MRSK | MRKV | 0.02 | 0.01 | -52% | SELL |
| North Caucasus MRSK | MRKK | 16.79 | 0 | -100% | SELL |
| Moscow United DistCo | MSRS | 1.02 | 0.62 | -39% | SELL |
| Center MRSK | MRKC | 0.27 | 0.36 | 36% | BUY |
| North West MRSK | MRKZ | 0.03 | 0.01 | -60% | SELL |
| Kubanenergo | KUBE | 63.99 | 5.02 | -92% | SELL |
| Tomsk DistCo | TORS | 0.50 | 0.12 | -76% | SELL |
| Center & Volga MRSK | MRKP | 0.11 | 0.11 | 0% | BUY |
| FSK | FEES | 0.05 | 0.03 | -39% | SELL |
| Russian Grids | RSTI | 0.51 | 0.21 | -59% | SELL |
| Russian Grids pref | RSTIP | 0.47 | 0.40 | -15% | SELL |

Source: Bloomberg, Renaissance Capital estimates

В целом, по мнению аналитиков Ренессанс Капитала, для восстановления инвестиционной привлекательности электросетевых компаний необходимы три фактора: рост спроса на электроэнергию, прозрачность регулятивной среды, приватизация МРСК.

В свою очередь, в качестве основных рисков для инвестиционных перспектив электросетевых компаний эксперты указывают следующие: дальнейшее сдерживание тарифов, рост стоимости долга, увеличение объема инвестиционных программ, рост капвложений на фоне возможных западных санкций, ограничивающих поставку энергетического оборудования в Россию, потенциальная консолидация всех российских распределительных компаний, отменяющая перспективы приватизации в секторе.

Основные новости компаний сетевого сектора, прокомментированные отраслевыми аналитиками в августе, представлены в хронологическом порядке:

1. По информации СМИ, Минэнерго сократило инвестпрограмму ФСК на 2014 год на 25%, до 115,9 млрд руб.
2. МОЭСК представила отчетность за 1П2014 г. по МСФО.
3. Ряд МРСК представили отчетность за 1П2014 г. по МСФО.
4. ФСК представила отчетность за 1П2014 г. по МСФО.
5. По информации газеты Ведомости, Минэнерго обратилось в МЭР с предложением проиндексировать тариф для Россетей в 2015 году на 4 п.п. выше уровня инфляции.
6. Россети представили отчетность за 1П2014 г. по МСФО.

| 7 августа – По информации СМИ, Минэнерго сократило инвестпрограмму ФСК на 2014 год на 25%, до 115,9 млрд руб. | | |
|---|-----|--|
| Открытие | +/= | <i>Перевод с английского</i> <u>Мы рассматриваем новость как умеренно позитивную</u> , хотя и ожидаемую, поскольку ранее компания уже сообщала о такой возможности. В нашей модели мы учитываем инвестрасходы на 2014 г. в объеме 114 млрд руб., таким образом, изменения не приведут к пересмотру оценки. Тем не менее, мы считаем, что такое сокращение может указывать на возможность дальнейшего сокращения инвестпрограмм электросетевых компаний. <u>Мы ожидаем нейтральную реакцию рынка на данную новость.</u> |
| Deutsche Bank | = | <i>Перевод с английского</i> Минэнерго утвердило размер инвестпрограммы ФСК на 2014 г. на уровне 115,9 млрд руб. (98 млрд руб. без НДС), что близко к нашим прогнозам в 95,8 млрд руб. <u>Новая цифра нас не впечатлила, поскольку объём капитальных затрат по-прежнему остается высоким.</u> Мы считаем, что для существенного эффекта на оценку компании необходимо более значительное сокращение инвестрасходов. |
| 25 августа – МОЭСК представила отчетность за 1П2014 г. по МСФО | | |
| Уралсиб | - | Результаты оказались слабыми: упали выручка, EBITDA, рентабельность EBITDA, чистая прибыль. Падение выручки, произошедшее несмотря на повышение тарифов, обусловлено главным образом снижением платы за присоединение, составившим 38% г/г и вызванным новыми регуляторными правилами, которые предусматривают сокращение компенсируемых потребителями затрат на подключение к сети. По мнению менеджмента МОЭСК, вторая половина 2014г. будет похожа на первую в части финансовых результатов компании. Этот прогноз соответствует нашим ожиданиям. Мы считаем, что по итогам 2014 г. дивидендная доходность акций МОЭСК составит умеренные 4%. |
| Промсвязьбанк | - | Основная причина снижения выручки связана со снижением доходов от услуг по присоединению к электрическим сетям. В 1 полугодии 2014 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года показатель сократился с 9 млрд руб. до 6,3 млрд руб. С учетом высокой маржинальности этого вида бизнеса это негативно отразилось на итоговом показателе прибыльности МОЭСК. |
| Открытие | = | <i>Перевод с английского</i> <u>Результаты были ожидаемыми, и реакция рынка скорее всего окажется нейтральной.</u> Мы ожидаем, что в 2014г. выручка снизится на 4% до 123,8 млрд руб., EBITDA – на 10% до 39,7 млрд руб., а чистая прибыль – на 34% до 12,8 млрд руб. Поскольку полугодовая отчетность показывают схожую динамику, мы оставляем наши прогнозы неизменными. Мы ожидаем, что во 2П2014 г. компания покажет немного более высокую прибыльность, поскольку её менеджмент продолжает сокращать контролируемые расходы. |
| ВТБ | - | <i>Перевод с английского</i> <u>EBITDA и чистая прибыль компании снизились на 23% и 40% г/г соответственно в первую очередь в связи с резким увеличением неконтролируемых операционных расходов. Рост расходов на передачу в сетях ТСО оказался существенно выше наших ожиданий, и даже с учётом более умеренных темпов роста во 2П2014 г. из-за эффекта базы (рост был частично связан с индексацией тарифов от 1 июля 2013 г.), что,</u> |

| | | |
|-----|---|--|
| | | <p>согласно нашим расчетам, <u>предполагает EBITDA'14 на уровне 36-37 млрд руб., что на 11% ниже наших прогнозов и на 16% ниже консенсус-прогноза Bloomberg.</u> С учетом 25% дивидендных выплат, в соответствии с данными бизнес-плана, дивидендная доходность акций МОЭСК может по итогам 2014 г. составить 4%.</p> <p>Возможная активность в сфере слияний и поглощений ТСО остаётся риском для акций компании, хотя конечный результат зависит от финансовых условий сделки и используемых коэффициентов (на данный момент МОЭСК торгуется на уровне 3,1x 2014' EV/EBITDA).</p> <p>Наконец, если возможная сделка с ОЭК осуществится, то, учитывая размеры компаний, она скорее всего, будет оформлена как слияние, для проведения которого Московское правительство (владелец ОЭК) осуществит своп активов на дополнительные акции МОЭСК. Помимо риска недостаточно высокой оценки компании, эта сделка может привести к размытию EPS. Наша текущая рекомендация по МОЭСК – «продавать»</p> |
| БКС | - | <p><i>Перевод с английского</i></p> <p>В целом, результаты <u>соответствуют нашему осторожному взгляду</u> на акцию. В частности, мы выделяем следующие моменты, вытекающие из представленной отчетности:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Прогнозы компании подразумевают относительно невысокую дивидендную доходность по итогам 2014 г. на уровне 4%. Расчет основан на (а) прогнозах компании по чистой прибыли по РСБУ в 2014 г. на уровне 7,8 млрд. руб. и (б) на коэффициенте выплаты дивидендов в 25% от ЧП по РСБУ. - <u>Результаты подразумевают риск ухудшения ситуации в 2014 г. по сравнению с нашими прогнозами.</u> Наша оценка – снижение EBITDA'14 на порядка 3% г/г, в то время как за IП2014 г. снижение составило 24% г/г. |

25-29 августа – Ряд МРСК представили отчетность за IП2014 г. по МСФО

| | | |
|----------|---|---|
| Открытие | = | <p><i>Перевод с английского</i></p> <p><u>Ленэнерго</u></p> <p>Значительный рост выручки был получен благодаря резкому росту тарифов (по нашим оценкам, в среднем на 21%). Тем не менее, на чистую прибыль значительно повлиял внушительный рост налоговых отчислений (эффективная налоговая ставка составила 52% по сравнению с 22% годом ранее), который, мы считаем, являлся разовым. Как правило, во втором полугодии Ленэнерго показывает лучшие результаты, чем в первом. <u>На данный момент мы можем охарактеризовать результаты за 6 месяцев как нейтральные.</u></p> |
| | = | <p><u>МРСК Волги</u></p> <p><u>Мы рассматриваем новость как нейтральную, учитывая наши ожидания по поводу роста чистой прибыли МРСК.</u> Отчётность в целом соответствует нашим ожиданиям по 2014 г. в целом, хотя мы подчёркиваем, что компания всегда показывала достаточно существенную разницу между результатами первого и второго полугодия.</p> |
| | + | <p><u>МРСК Урала</u></p> <p><u>Мы рассматриваем результаты как позитивные, особенно учитывая то, что компания может превзойти наши прогнозы на 2014 г. на уровне 67,4 млрд руб. чистой прибыли по МСФО.</u> Резкий рост прибыльности был показан благодаря существенному увеличению платы за техприсоединение и прочих доходов, которые могут быть не получены во второй половине 2014 г. К тому же, для данной компании результаты за первое полугодие часто сильно отличаются от результатов за второе полугодие. Соответственно, мы не меняем наш прогноз на 2014 г., несмотря на хорошую отчётность за 6 месяцев.</p> |

28 августа – ФСК представила отчётность за IП2014 г. по МСФО

| | | |
|---------------|---|--|
| Deutsche Bank | + | <p><i>Перевод с английского</i></p> <p><u>Результаты сопоставимы с нашей оценкой. В качестве позитива мы также отмечаем видимый прогресс с контролем над операционными расходами.</u></p> <p>Мы видим значительное снижение капзатрат, но сомневаемся, что это станет тенденцией – текущее снижение капвложений может смениться увеличением уже во II полугодии. Большая программа капиталовложений вызывает у нас традиционные опасения в силу сомнений в их достаточной эффективности. Мы считаем, что только усилия по сокращению капвложений могут привести к восстановлению</p> |
|---------------|---|--|

| | | |
|--|-----|---|
| | | инвестпривлекательности ФСК. Тем не менее, <u>мы считаем, что рынок все еще может принять результаты вполне позитивно</u> , мы сохраняем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ для акций ФСК. |
| Goldman Sachs | +/= | <i>Перевод с английского</i> <u>Мы считаем представленные результаты сильными</u> – лучше консенсуса Интерфакса. По нашей оценке, ЕБИТДА компании в 2014 г. превысит 93 млрд руб., наша оценка на 3% опережает консенсус ... В то же время, существует огромная неопределенность тарифов, капиталовложений и дивидендов для 2015 г. и после. <u>Мы не считаем привлекательной дивидендную доходность ФСК ЭЭС в среднесрочной перспективе</u> . Мы сохраняем нашу рекомендацию «продавать». |
| Raiffeisen | +/= | <i>Перевод с английского</i> <u>Мы оцениваем результаты как позитивные, но не ожидаем сильной реакции рынка, так как неопределенность в отношении инвестпрограммы и соотношение инвестрасходов и выручки остаются основными рисками для стоимости акции.</u> В то же время, мы полагаем, что сильные результаты и рост операционной эффективности окажут поддержку акциям. |
| Сбербанк СІВ | +/= | Объявленная скорректированная ЕБИТДА на 9,8% выше консенсус-прогноза по версии Интерфакса, и мы считаем результаты за ІІІ4 хорошими. Тем не менее <u>неопределенность относительно решений регулятора сохраняется, и риск размывания в связи с возможным выпуском привилегированных акций оказывает давление на котировки.</u> |
| ВТБ Капитал | = | <i>Перевод с английского</i> Представленные результаты предполагают получение чистой прибыли по итогам года на уровне 28 млрд руб. в сравнении с ожидаемыми нами 17,6 млрд руб. и консенсусом Bloomberg в 23,9 млрд руб. Тем не менее, мы отмечаем растущее расхождение с показателем чистой прибыли по РСБУ, который является основой для выплаты дивидендов. Мы полагаем, что чистая прибыль по РСБУ по итогам года будет полностью определяться сокращением капзатрат и возможным роспуском резервов. |
| Открытие | + | <i>Перевод с английского</i> <u>Компания показала сильные результаты в І полугодии за счет роста тарифов и платы за техприсоединение, а также эффективного управления затратами.</u> Несмотря на то, что эти факторы могут быть не столь сильными во втором полугодии, мы по-прежнему ожидаем высокой чистой прибыли по итогам года. Тем не менее, привлекательность дивидендных выплат остается под сомнением, учитывая неопределенность с капвложениями и высоким уровнем долга. Подтверждаем рекомендацию «держат» для акций ФСК. |
| Уралсиб | + | <u>ФСК объявила сильные результаты за І п/г 2014 г. по МСФО.</u> Основным фактором роста ЕБИТДА стал контроль над операционными затратами. Что касается чистой прибыли, на ней положительно сказалось 21- процентное снижение амортизационных отчислений после переоценки основных средств в прошлом году. |
| RMG | + | <u>Компания продемонстрировала существенное улучшение финансовых показателей в первом полугодии 2014 года.</u> Рынок ожидал позитивного эффекта на показатели прибыльности в этом году на фоне прошлогодних списаний. Что касается операционной деятельности, цифры выглядят более убедительно, чем можно было предположить. <u>Мы рассчитываем увидеть дальнейшее повышение котировок ФСК в среднесрочной перспективе.</u> |
| Атон | + | <i>Перевод с английского</i> <u>Компания продемонстрировала сильные результаты, выше консенсус-прогноза Интерфакса.</u> Несмотря на замораживание тарифов в 2014 году, <u>мы считаем, что по итогам года ФСК превзойдет консенсус-прогноз Bloomberg</u> , если сохранит тенденции контроля над затратами, которые мы наблюдали в первом полугодии. |
| 28 августа – По информации газеты Ведомости, Минэнерго обратилось в МЭР с предложением проиндексировать тариф для Россетей в 2015 году на 4 п.п. выше уровня инфляции | | |
| БКС | +/= | <i>Перевод с английского</i> Увеличение темпов роста тарифов позитивно для Россетей, однако инициатива может быть заблокирована МЭР и Минфином из-за опасений по поводу роста инфляции. |
| Ренессанс | +/= | <i>По данным Ведомостей</i> Индексация тарифа на передачу на 7,2% принесет «Россетям» 654,6 млрд руб., а дополнительные 4% — еще 24,4 млрд руб., но если компания сократит инвестиции, как и планировала, примерно на 24%, дополнительный рост тарифа не понадобится. |

| 29 августа – Россети представили отчетность за 1П2014 г. по МСФО | | |
|---|-----|--|
| БКС | +/= | <i>Перевод с английского</i> Несмотря на то, что опубликованную отчетность можно охарактеризовать как сильную (по сравнению с нашими прогнозами), инвестиционный кейс Россетей продолжает оставаться высокоспекулятивным на фоне неопределенности в выплате дивидендов. |
| Сбербанк СІВ | + | Россети опубликовали в прошлую пятницу результаты за 1П14 по МСФО. Объявленная ЕБИТДА соответствует 56% от нашего прогноза по ЕБИТДА компании на 2014 год, и мы не видим причин для корректировки прогноза. В электросетевом сегменте мы отдаем предпочтение акциям Россетей, которые торгуются с дисконтом около 40% к оценке по методу суммы составных частей с учетом рыночной цены входящих в них активов и дает возможность частично сделать ставку на возможные в будущем приватизации МРСК, которые могут начаться в 2015 году. |
| Промсвязьбанк | + | Рост услуг от передачи энергии обеспечил подъем выручки компании. При этом надо отметить, что себестоимость Россетей увеличивалась более скромными темпами (+4,1%), что обеспечило опережающие темпы роста ЕБИТДА. Во многом хорошие показатели прибыли компании связаны с отсутствием серьезных убытков от обесценения активов, которое наблюдались в 1 полугодии 2013 года. В целом мы отмечаем отчетность Россетей как сильную. |
| Уралсиб | +/- | Положительное влияние от роста тарифов. Заметное снижение прочих расходов. Операционные расходы компании выросли на 4%, расходы на персонал – на 9%. В то же время прочие расходы упали на 29%. Динамика во 2П2014 г., вероятно, ухудшит результаты по итогам года. Начиная с 1 июля 2014 г. тарифы Россетей были заморожены, что ограничит рост выручки. Таким образом, финансовые результаты второй половины года, вероятно, будут разочаровывающими. Согласно российским стандартам отчетности чистая прибыль в 1П2014 г. составила всего 3,0 млрд руб., поэтому дивидендная доходность за 2014 г., вероятно, будет менее 2%. |
| RMG | = | <i>Перевод с английского</i> Рост выручки составил 9% до 380 млрд руб. (\$11 млрд) в первой половине 2014 г. благодаря 9%-му росту продаж электроэнергии в основном из-за роста тарифа. Большой чистый долг – 468 млрд руб. (\$13.3 млрд.) и высокий уровень инвестрасходов оставляют мало шансов увидеть привлекательный уровень дивидендных выплат в последующие годы. В то же время, плавный рост финансовых показателей был ожидаем и не является существенным драйвером для роста. |
| ВТБ | +/= | <i>Перевод с английского</i> ЕБИТДА, очищенная от разовых статей, увеличилась на 13% г/г, в первую очередь из-за 20%-го роста г/г платы за техприсоединение и индексации регулируемых тарифов (эффект низкой базы сравнения). Чистая прибыль Россетей составила 22,7 млрд руб. (скорректировано на неконтр. долю участия) против чистого убытка год назад, в первую очередь из-за меньшего числа разовых списаний (12,5 млрд руб. в 1П2014 против 45,4 млрд руб. в 1П2013 г.) Инвестпрограмма на 2015-19 гг. в объеме 1,386 млрд руб. соответствует нашим ожиданиям, но без утверждения правительством (ожидается в октябре-ноябре), итоговая величина капзатрат может измениться в связи с решениями по тарифам (в случае одобрения предложений Минэнерго по увеличению темпов роста тарифов возможно повышение инвестрасходов). Мы прогнозируем ЕБИТДА на конец 2014 г. на уровне 220 млрд руб., чистая прибыль во второй половине 2014 г., возможно, будет корректироваться (на снижение резервов и списание активов). Мы оставляем неизменным наш негативный взгляд на региональные МРСК, ФСК и Россети, в первую очередь из-за непрозрачных инвестпрограмм/тарифов/дивидендных выплат. |
| Deutsche Bank | + | <i>Перевод с английского</i> Из отчетности виден уверенный рост чистой прибыли. Консолидированная ЕБИТДА выросла на 25% до 112 млрд руб. Наибольший позитивный вклад внесла ФСК (опубликовавшая результаты днем ранее), чья отчетность консолидируется в отчетность Россетей. Россети показали чистую прибыль (исключая неконтролируемую долю участия) в 22,7 млрд руб., в прошлом же году компания показала убыток. Это увеличивает вероятность дивидендных выплат по итогам 2014 г. несмотря на то, что, по нашему мнению, компания предпочитает выводить прибыль из дочерних компаний в холдинговую компанию и выплачивать вознаграждение менеджменту в ущерб интересам миноритариев. |