

**Открытое акционерное общество
«МРСК Центра»**

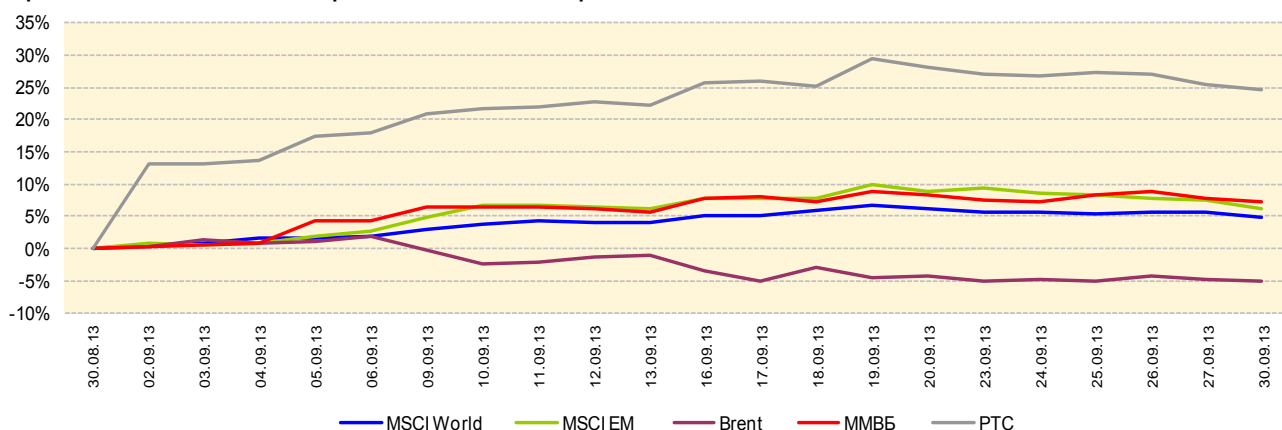


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»
в сентябре 2013 г.**

Москва, октябрь 2013 г.

Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций завершили сентябрь ростом: индекс развитых стран MSCI World вырос на 4,8%, индекс развивающихся рынков MSCI EM повысился на 6,2%.



Главными драйверами подъема фондовых рынков в сентябре стали новости из США, связанные с перспективами сокращения стимулирующих мер американским ЦБ.

Во-первых, Л.Саммерс, считающийся сторонником более агрессивного сворачивания ФРС стимулирующих мер, снял свою кандидатуру на пост главы американского ЦБ.

Во-вторых, ФРС неожиданно для большинства аналитиков приняла решение сохранить объемы выкупа активов на уровне \$85 млрд. В сообщении ФРС отмечается, что решение о сокращении QE-3 отложено на последующие заседания в этом году, поскольку ЦБ «решил дождаться новых свидетельств устойчивости прогресса, прежде чем корректировать темпы покупки активов».

На этом фоне американские индексы S&P500 и DJIA, немецкий DAX обновили свои исторические максимумы, индекс MSCI World и сводный европейский индекс Stoxx Europe 600 поднялись до максимумов с января и июня 2008 года соответственно.

Среди других позитивных факторов сентября можно отметить следующие:

- Рост деловой активности в развитых экономиках в августе: в США индексы ISM были лучше ожиданий, при этом индекс сферы услуг вырос до рекорда, сводный PMI еврозоны поднялся до максимума с июня 2011 года, индекс активности сферы услуг еврозоны превысил 50 пунктов впервые за 19 месяцев;
- Снижение опасений инвесторов в отношении состояния китайской экономики после выхода ряда макроэкономических отчетов, свидетельствующих о стабилизации второй мировой экономики: промышленный PMI в августе вырос до максимума за год, лучше ожиданий были данные по промпроизводству, экспорту и розничным продажам. При этом темпы инфляции оказались существенно ниже официальных прогнозов, что, по мнению аналитиков, оставляет возможность китайскому ЦБ для стимулирования экономики в случае необходимости;
- Снижение вероятности военного вмешательства западных стран в ситуацию в Сирии после появления предложения России о передаче сирийского химического оружия под международный контроль. Это «может стать прорывом», - констатировал президент США, заявив, что он может отложить нанесение ударов по Сирии в случае реализации российской инициативы.

Между тем в конце месяца фондовые рынки несколько сократили темпы роста под давлением бюджетных проблем США:

- по информации СМИ, республиканцы и демократы в Конгрессе не могут согласовать позицию по бюджету нового финансового года, который начинается 1 октября. Если решение не будет найдено, правительство США может прекратить свою работу на неопределенное время. По оценкам аналитиков, в зависимости от продолжительности

этого периода снижение темпов роста ВВП США в четвертом квартале может составить до 1,4 п.п.;

- глава Минфина США сообщил, что после 17 октября в распоряжении Казначейства останется лишь \$30 млрд, а финансовые обязательства в этот период могут оказаться в два раза больше. Если потолок госдолга, составляющий сейчас \$16,7 трлн, не будет повышен, США будут вынуждены объявить о техническом дефолте.

Основным камнем преткновения в бюджетных спорах республиканцев и демократов по-прежнему являются расходы на реформу здравоохранения – одной из основных инициатив президента Б.Обамы, которую, в свою очередь, республиканцы считают, как пишут СМИ, «главной убийцей рабочих мест в США».

Динамика российского рынка, завершившего сентябрь повышением на 7,2% по индексу ММВБ, как и в августе, выглядела лучше динамики индексов MSCI World и MSCI EM. При этом снижение цен на нефть почти на 5% по итогам месяца на снижении напряженности вокруг Сирии и росте ливийского импорта не оказало значимого влияния на настроения российских инвесторов.

Среди собственных факторов, оказавших дополнительную поддержку индексу ММВБ, можно отметить, во-первых, рост в начале сентября «тяжелых» индексных бумаг – акций Газпрома, Новатэка и Роснефти на информации о согласовании контрактов с китайской нефтегазовой CNPC и, во-вторых, предложения правительства о повышении выплат дивидендов госкомпаниями – не менее 25% от чистой прибыли по МСФО в 2014-2016 гг. с возможностью повышения до 35%, начиная с 2016 года.

В остальном внутренний новостной фон носил неоднозначный характер:

- На совещании у президента РФ было одобрено предложение Минэкономразвития о нулевой индексации тарифов на услуги естественных монополий в 2014 году. Оценивая эффект этих мер для экономики РФ, глава МЭР сообщил, что в новом прогнозе министерства ожидания по росту ВВП в 2014 году повышены до 3% с 2,8%, прогноз по инфляции понижен до 4,6% с 5%.

- Правительство РФ одобрило прогноз развития экономики и бюджет в 2014-2016 гг. – предполагается, что рост ВВП в этом периоде составит 3,0%, 3,1% и 3,3%, бюджет будет исполнен с дефицитом 0,5%, 1,0% и 0,6% ВВП. При этом в Минэкономразвития полагают, что рост ВВП РФ скорее будет ниже на 0,2-0,3 п.п., чем выше. Среди основных внутренних рисков реализации такого сценария в министерстве, в том числе, называют сокращение инвестпрограмм монополий, низкую конкурентоспособность отечественной продукции, инфляционное давление.

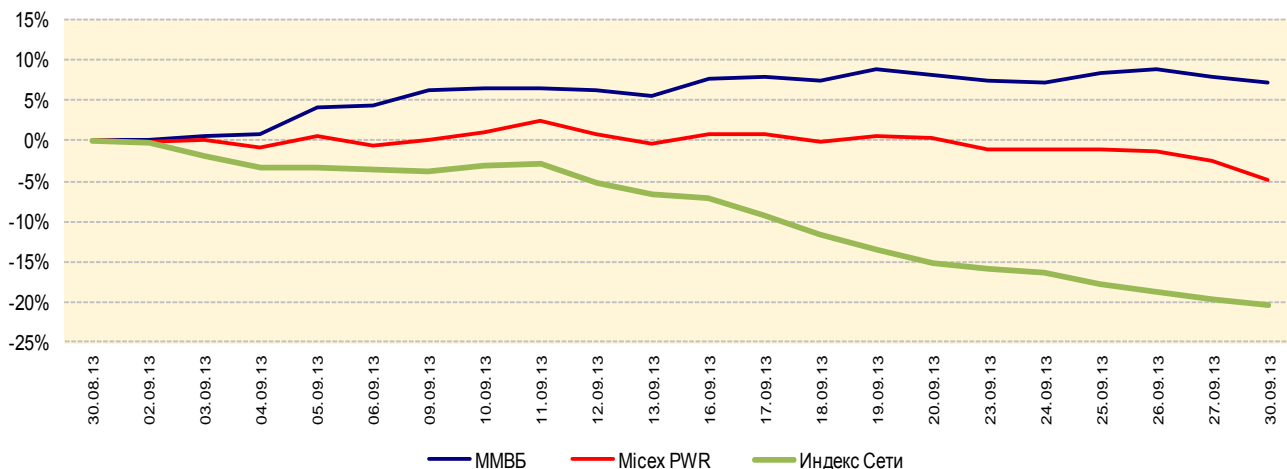
- МВФ и ВБ понизили прогноз роста ВВП России в 2013 году с 2,5% до 1,5% и с 2,3% до 1,8% соответственно. В S&P ожидают, что экономика РФ в 2013 году вырастет на 2%. При этом эксперты всех организаций отмечают, что российская экономика близка к полному использованию потенциала, текущая модель роста себя исчерпала.

- По данным Росстата, промпроизводство в январе-августе не изменилось в сравнении с аналогичным периодом 2012 года, инвестиции в основной капитал в этот период снизились на 1,3% г/г, при этом в августе инвестиции упали на 3,9%. По данным Минэкономразвития, рост ВВП за восемь месяцев составил 1,5%, в то же время в МЭР полагают, что оценка роста ВВП на 1,8% в этом году является реалистичной, ожидая ускорения экономики во втором полугодии.

- ЦБ РФ сохранил ставку рефинансирования на уровне 8,25%. При этом ЦБ объявил о кардинальном изменении системы инструментов ДКП, объяснив это необходимостью увеличения прозрачности и переходом к режиму таргетирования инфляции.

Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали существенно худшую по сравнению с рынком в целом динамику: индекс МисехPWR по итогам месяца потерял 4,9%, тогда как индекс ММББ повысился на 7,2%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

На протяжении всего месяца динамика отраслевого индекса МисехPWR выглядела существенно хуже рынка на насыщенных новостях о тарифных предложениях и решениях регулятора для компаний электроэнергетического сектора.

В начале сентября СМИ сообщили, что премьер-министр Д.Медведев поручил Минэкономразвития, Минфину, Минтрансу, Минэнерго и ФСТ в срок до 9 сентября представить в правительство вариант прогноза социально-экономического развития на 2014 год и на плановый период 2015-2016 годов, предусматривающий сохранение в будущем году тарифов на продукцию (услуги) субъектов естественных монополий на уровне 2013 года.

Отраслевые аналитики однозначно негативно оценили предложения правительства по заморозке тарифов – и для сетевых компаний, и для генерирующих. При этом эксперты полагают, что в наибольшей степени пострадают электросетевые компании.

«Если тарифы будут заморожены, это окажет сильное негативное влияние на финансовые показатели как распределительных, так и генерирующих энергокомпаний. Соответственно, риски, сопряженные с вложением средств в российскую электроэнергетику, возрастают», - прогнозируют аналитики Уралсиба.

Немногим позже на совещании у президента РФ была одобрена нулевая индексация тарифов на услуги естественных монополий в 2014 году. Кроме того, глава МЭР заявил, что «инвестиционные программы инфраструктурных монополий не должны автоматически сокращаться».

Во второй половине месяца давление на сектор усилилось после появления информации Коммерсанта о том, что для решения задачи замораживания тарифов в 2014 году ФСТ предлагает изменить механизмы, которые, как пишет газета, считаются опорой инвестиционной привлекательности отрасли – в частности, снизить норму доходности по ДГПМ и изменить параметры RAB-регулируемого.

По мнению аналитиков БКС, изменение RAB не окажет значимого влияния на сетевые компании, «поскольку статус-кво регулирования по большей части игнорирует параметры RAB, в то время как повышение тарифов определяется ситуативно».

В свою очередь, «пересмотр параметров ДГПМ станет большим негативом для генкомпаний, учитывая, что ранее этот механизм не затрагивался», сообщили в Газпромбанке.

Наконец, в конце месяца по итогам заседания правительства РФ было принято решение отказаться от полного замораживания тарифов – для населения они будут проиндексированы на уровне 70% от инфляции, после чего Минэкономразвития опубликовало уточненный прогноз социально-экономического развития РФ на 2014-2016 гг., в соответствии с которым среднегодовой рост цен на электроэнергию к предыдущему году на розничном рынке для всех категорий потребителей кроме населения в 2014 году составит 7,2%, в 2015 году – 6,3%, в 2016 году – 6,5-7%.

Аналитики JPMorgan и Morgan Stanley, комментировавшие новые сценарные условия, во-первых, отметили ожидаемый характер количественных ограничений темпов индексации тарифов на электроэнергию, во-вторых, обратили внимание, что ключевые для инвестиционной привлекательности компаний электроэнергетического сектора параметры ДПМ и RAB-регулирования все же пока не затрагиваются, что является сдержанным позитивом для сектора.

Необходимо отметить, что возможные корректировки, в частности, параметров ДПМ, рассматривались и экспертами, и представителями самих генкомпаний в качестве очень существенных рисков для генераторов.

Это обстоятельство, по информации Интерфакса, уже стало поводом для очередного письма президенту РФ компаний с преобладающим участием иностранного капитала – Э.ОН Россия, Энел ОГК-5 и Фортум, в котором они просили главу государства внимательно отнестись к данному вопросу, так как подобные изменения могут негативно сказаться на возврате инвестиций.

Между тем в Fitch охарактеризовали текущую регулятивную политику как «непредсказуемую». *«Российские энергетические компании имеют средние операционные и сильные финансовые профили в сравнении с сопоставимыми международными эмитентами. Однако регулятивный риск находится на высоком уровне в связи с непредсказуемой средой, в которой компаниям сложнее строить долгосрочные инвестиционные планы»*, - резюмировало агентство.

Прочие новости компаний электроэнергетического сектора, опубликованные в отчетном периоде, включали следующую информацию:

- Газета Коммерсант сообщила, что Минэнерго и ФСТ разработали новый вариант решения проблемы «последней мили» в электроэнергетике. Он предполагает отмену ее везде, кроме 19 регионов РФ. В четырех наиболее проблемных (Бурятия, Забайкальский край, Амурская область и Еврейская автономная область) договоры «последней мили» продлеваются до 2025 года. В остальных – на три-пять лет, при этом предусмотрено снижение стоимости договоров «последней мили» на 20-30% в год. Данный вариант, пишут СМИ, Минэнерго предложило учесть в прогнозе развития экономики РФ на 2014-2016 гг., соответствующим образом доработав документ совместно с Минэкономразвития и Минфином.

Между тем, по информации Интерфакса, комиссия по электроэнергетике РСПП, в составе которой в обсуждении приняли участие представители НЛМК, Лукойла, СИБУРа, РусАла, Металлоинвеста и других компаний, пришла к выводу, что предложенный Минэнерго законопроект по решению проблемы «последней мили» только усугубляет ситуацию и противоречит правовым нормам, выразив намерение направить в правительство и Госдуму консолидированную позицию по законопроекту.

По словам первого зампреда комитета Госдумы по энергетике Ю.Липатова, в Думе рассчитывают, что правительство к концу сентября выйдет с консолидированным решением по проблеме, а глава Минэнерго выразил надежду, что предложения по решению проблемы «последней мили» будут внесены в Госдуму в начале октября.

В настоящее время, по словам министра, проект закона и нормативно-правовые акты разработаны, идет согласование в федеральных органах исполнительной власти. *«Мы*

выработали третий вариант. Он заключается в механизме ликвидации «последней мили» путем фиксации в законодательстве объема перекрестного субсидирования и ликвидации этого объема», - цитирует Интерфакс А.Новака.

- Минэнерго объявило о проведении третьего раунда конкурсов на присвоение статуса ГП в 11 регионах, в рамках которого сумма оплаты задолженности ГП составит 60% от первоначальной цены. Первый и второй раунды конкурсов, напомнил Интерфакс, были признаны несостоявшимися из-за отсутствия заявок.

По информации Интерфакса, одним из претендентов на получение статуса ГП является Интер РАО – руководитель блока розничного бизнеса энергохолдинга сообщал, что компания рассмотрит вопрос участия в конкурсах в ряде областей.

Между тем, напомнило информагентство, Россети подали к Минэнерго иск в суд, так как, по мнению компании, условия конкурсов не предусматривают возврат долгов сетям – основное разбирательство по делу назначено на 7 октября.

- Набсовет НП «Совет рынка» на заседании 23 сентября принял решение о лишении статуса ГП Смоленскэнергообл и Новгородэнергообл. Как сообщило Минэнерго, с 1 октября статус ГП в Смоленской и Новгородской областях временно получают соответственно МРСК Центра и МРСК Северо-Запада.

- Глава Минэнерго заявил, что проект новой модели энергорынка будет внесен в правительство до конца года – в настоящий момент обсуждаются три варианта: переход к долгосрочным договорам, долгосрочные договоры предоставления мощности («ДПМ-штрих») и продление действующей модели на более долгосрочный период. При этом А.Новак не сообщил, к какой модели склоняется Минэнерго, отметив, что у ведомства есть своя позиция, и она дискуссионная. Говоря о том, когда может заработать новая модель, министр отметил, что «новый цикл возможен или с 1 июля 2014 года или с 1 января 2015 года».

- По информации РБК, пилотные регионы, где был запущен эксперимент по введению социальной нормы потребления электроэнергии, сообщили о негативной реакции плательщиков. Правительство, пишет РБК, которое стало инициатором идеи ради экономии ресурсов и снятия нагрузки с бизнеса, обещает перенести начало введения нормы по всей России или вовсе отменить его, если анализ ситуации докажет рост недовольства населения.

- Согласно данным ОАО «Системный оператор ЕЭС», потребление электроэнергии в РФ в январе-августе 2013 года снизилось на 0,3% г/г, в августе – на 0,9% г/г.

В Газпромбанке полагают, что ускорение падения энергопотребления в августе закрепляет негативную тенденцию и ставит под сомнение прогнозы роста по итогам года.

- По данным Росстата, производство электроэнергии в РФ в январе-августе 2013 года уменьшилось на 1,1% г/г, в августе – на 2,3% г/г.

- По информации Интерфакса, ТГК-2 допустило техдефолт при погашении облигаций серии БО-01 в связи с реструктуризацией обязательств – компания не выплатила купонный доход на сумму 224,4 млн руб. и номинальную стоимость бондов в размере 5 млрд руб. По информации Интерфакса, ТГК-2 рассчитывает завершить процесс реструктуризации до середины октября.

«В том случае, если большинство держателей не поддержит реструктуризацию, компания может войти в процедуру банкротства в соответствии с законодательством», - заявил в начале сентября член правления ТГК-2 И.Андреев.

Рынок акций распределительных компаний

Динамика акций распределительных компаний выглядела существенно хуже динамики отраслевого МисехPWR – индекс Сети упал на 20,4%, индекс МисехPWR – на 4,9%.

Новостной фон для компаний распределителя носил преимущественно негативный характер. В центре внимания аналитиков находились тарифные и дивидендные решения правительства.

Тарифные решения

Как предположили в начале месяца отраслевые эксперты, компании сектора окажутся в числе наиболее пострадавших в случае отсутствия индексации тарифов в 2014 году.

«Учитывая, что сети целиком регулируются тарифами и занимают большую долю в конечной стоимости электроэнергии, они могут пострадать сильнее всего. Мы оцениваем потери в выручке консолидированных Россетей (с учетом ФСК) в 2014-2016 гг. на уровне 100 млрд руб.», - говорится в отчете Газпромбанка.

«Расчетное значение прибыли на акцию сетевых компаний понизится более чем на 40%, EBITDA – на 11%», - подсчитали в ВТБ Капитале. В свою очередь, по расчетам JPMorgan, EBITDA Россетей в этом случае сократится на 10% в 2014 году, по оценке Открытия – на 27%. Наконец, как предположили в Ренессанс Капитале, EBITDA МРСК в следующем году сократится вполтину.

Между тем, по мнению аналитиков Morgan Stanley, ключевым риском для сетей в этом случае выступает намерение правительства не подвергать корректировкам в сторону уменьшения инвестпрограммы сетевых компаний. *«В результате это обернется в практически нулевые возвраты на инвестиции всего сетевого сектора»*, - резюмировали в Ренессанс Капитале.

Как стало известно в конце сентября, в соответствии с уточненным прогнозом социально-экономического развития РФ рост регулируемых тарифов в среднем за год к предыдущему году для сетевых компаний составит 4,5% в 2014 году, 2,5% и 4,8% в 2015 и 2016 гг. Снижение их выручки в этом периоде оценивается в 289 млрд руб.

При этом в документе подчеркивается, что во избежание ухудшения инвестиционного климата необходимо по возможности сохранить *«без изменения долгосрочные параметры регулирования по методу доходности инвестированного капитала»*. Для этого, говорится в прогнозе, *«необходимо провести мероприятия по повышению эффективности деятельности сетевых компаний в части оптимизации операционных и инвестиционных расходов»*.

Аналитики позитивно прокомментировали желание регулятора сохранить RAB. В то же время, в частности, аналитики JPMorgan считают эту задачу «достаточно сложной».

Прогнозом развития экономики РФ предусматривается сокращение инвестпрограммы сетевых компаний в 2014-2016 гг. на 234 млрд руб. При этом, по информации Интерфакса, в Минэкономразвития не исключают и большего, чем указано в прогнозе, сокращения инвестпрограмм Россетей в 2014-2016 гг. – на 200-300 млрд. Как заявил директор департамента МЭР О.Засов, это связано с тем, что у компании большая задолженность – «долг к EBITDA больше 3», и из-за этого «при снижении прибыльности они могут получить худшие условия для кредитования».

Как отметили аналитики БКС, диапазон, предложенный МЭР, соответствует 20%-30% с учетом НДС или 25-35% без учета НДС предыдущей инвестпрограммы Россетей. При этом реальный масштаб сокращения, подчеркнули эксперты, будет зависеть от дальнейших обсуждений между ведомствами и самих Россетей.

«На наш взгляд, предложение Минэкономразвития позитивно для миноритарных акционеров Россетей и дочерних компаний в качественном (поскольку сигнализирует, что правительство готово обсуждать адекватные изменения

CapEx) и количественном выражении (поскольку предложенное сокращение не носит косметический характер). Хотя обсуждения носят пока предварительный характер, предложение Минэкономразвития указывает на возможное улучшение фундаментального кейса Россетей, что позитивно скажется на отношении инвесторов к компании», - заключили в БКС.

В Deutsche Bank также полагают, что новое предложение Минэкономразвития является несомненным позитивом для сетевых компаний, отмечая, впрочем, неясность в отношении того, каким образом это сокращение будет распределено между ФСК и Россетями. В любом случае, отмечают эксперты, сокращение необходимо.

Дивидендные решения

Аналитики пессимистично оценили перспективы выплат сетевыми компаниями 35% чистой прибыли в виде дивидендов, начиная с 2016 года.

В частности, по мнению экспертов Открытия, учитывая противоречивые тарифные инициативы и необходимость сохранения прежних объемов инвестпрограмм, повышением дивидендов, возможно, придется пожертвовать.

В свою очередь, в JPMorgan отметили, что рост долговой нагрузки для компаний сектора в условиях новой тарифной политики – в частности, до 3х по отношению «Чистая прибыль / EBITDA» для Россетей в ближайшие несколько лет, будет в значительной степени ограничивать возможность выплаты дивидендов.

Наконец, в БКС считают, что это предложение правительства не станет сильным катализатором для котировок: *«Мы не думаем, что инвесторы станут учитывать возможное увеличение дивидендов на горизонте трех лет по большей части из-за неопределенности, в т.ч. возможного изменения точки зрения правительства».*

В отчетном периоде аналитики ВТБ Капитала, проведя стресс-тесты по капзатратам и «последней миле», а также перейдя на инфлирование тарифов в 2013-2017 годах, произвели переоценку акций распределсетевых компаний, в результате которой целевые цены были понижены в среднем на 50%. Аналитики рекомендовали «продавать» акции всех МРСК, за исключением МРСК Центра и Приволжья («держать»).

В свою очередь, эксперты Открытия снизили прогнозную стоимость бумаг МРСК в среднем на 28%, рекомендовав «продавать» акции МРСК Сибири, МРСК Северо-Запада и привилегированные акции Ленэнерго. По мнению экспертов, компании сетевого сегмента более чувствительны к тарифным решениям, чем генкомпании – снижение прогноза по EBITDA в 2014-2015 гг. составило для сетевых компаний 7% и 15% соответственно против 3% и 5% для генераторов.

Прочие новости включали следующую информацию:

- По сообщению Интерфакса, правительство поручило Россетям подготовить предложения по использованию 100 млрд руб. из ФНБ на развитие Дальнего Востока.

Как отметили в ВТБ Капитале, *«это означает риск новых допэмиссий для покрытия дефицита финансирования инвестпроектов (исходя из текущих рыночных котировок, вливание упомянутых 100 млрд руб. в акционерный капитал означало бы его увеличение на 63%)».*

- Согласно информации на сайте закупок компании, Россети разместили открытый запрос предложений по оказанию услуг международного рейтингового агентства по присвоению долгосрочного и краткосрочного кредитного рейтинга, а также кредитного рейтинга по национальной шкале до 15 ноября текущего года.

Как напомнил Интерфакс, в настоящий момент Россетям присвоен кредитный рейтинг Moody's на уровне Ba1 по международной и Aa1.ru по национальной шкале.

- По информации Интерфакса, ФАС планирует осенью внести в правительство типовую форму заявки на техприсоединение к энергосетям.

Интерфакс напоминает, что летом прошлого года правительство поставило перед российскими ведомствами задачу добиться рывка по уровню доступности подключения к энергосетям. Сейчас именно этот показатель портит России агрегированный результат в рейтинге IFC «Doing Business», который власти страны избрали в качестве индикатора успешности своих усилий по улучшению предпринимательского климата.

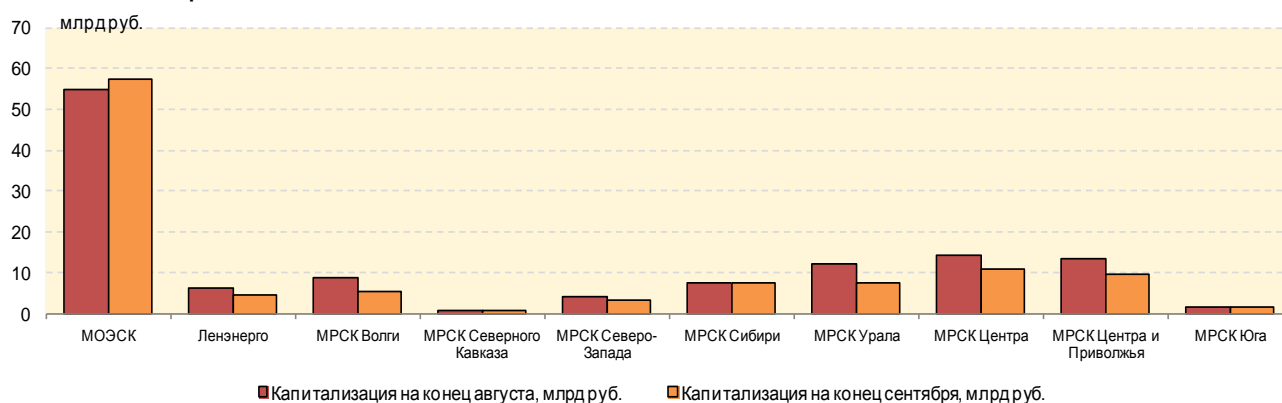
- По информации Интерфакса со ссылкой на генерального директора МРСК Северного Кавказа, Россети с 1 октября 2013 года передадут функции транспортировки электроэнергии в Чеченской республике дочерней структуре – ОАО «Чеченэнерго».

Глава МРСК сообщил, что электросетевое имущество, которое будет находиться в Чеченэнерго, передается собственниками активов – Россетями и Чеченской республикой, отметив, что перечень имущества сформирован и проведена независимая оценка.

- По сообщению Коммерсанта со ссылкой на собственные источники, занявшая больше года перестановка топ-менеджеров в сетевых компаниях почти завершилась.

Как стало известно изданию, правительство согласовало назначение первого зампреда правления ФСК А.Мурова на пост главы компании, гендиректора Россетей О.Бударгина – на пост председателя совета директоров ФСК. Директивы уже подписаны первым вице-премьером И.Шуваловым и направлены в компанию, отметил собеседник газеты.

На следующей диаграмме представлены результаты изменения капитализации МРСК в отчетном периоде:



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

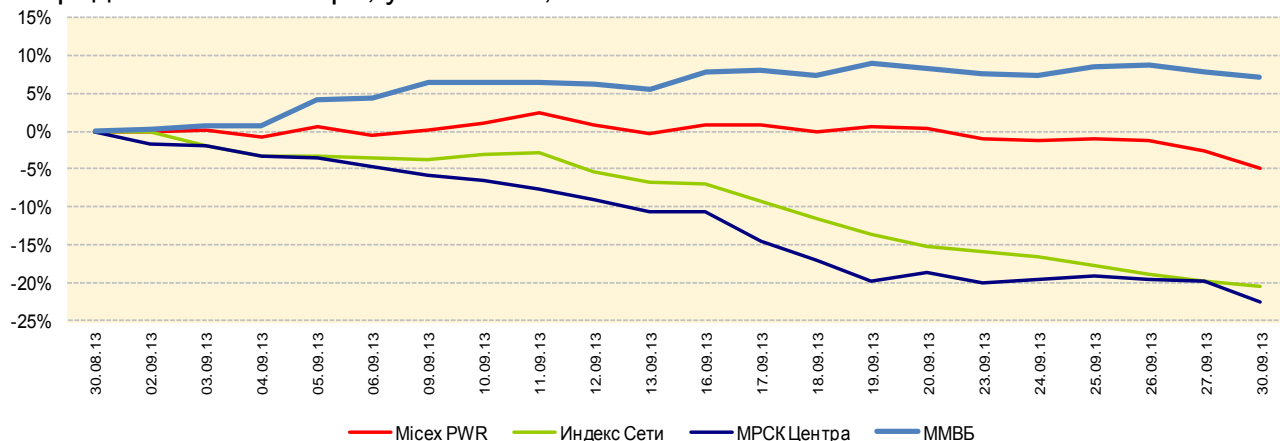
По итогам сентября акции всех МРСК, за исключением МОЭСК и МРСК Северного Кавказа, продемонстрировали снижение.

Значения капитализации МРСК на конец августа и сентября 2013 г. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже), а также изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц, %
	На 30.08.13	На 30.09.13	
МОЭСК	55,0	57,5	4,4%
Ленэнерго	6,2	4,8	-22,4%
МРСК Волги	8,8	5,7	-36,0%
МРСК Северного Кавказа	1,0	1,0	0,1%
МРСК Северо-Запада	4,0	3,3	-19,1%
МРСК Сибири	7,5	7,5	0,0%
МРСК Урала	12,4	7,4	-40,1%
МРСК Центра	14,2	11,1	-22,1%
МРСК Центра и Приволжья	13,5	9,6	-28,7%
МРСК Юга	1,8	1,7	-6,1%

Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением на 22,6% по ценам последних сделок на Московской бирже. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, упал на 20,4%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

На протяжении месяца акции компании демонстрировали негативную динамику.

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

Биржевая площадка	Количество сделок, шт.	Объем, шт.	Объем, млн руб.
Московская биржа: Т+ основные режимы	3 124	218 785 000	61,0

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+2) оборот по акциям МРСК Центра составил около 218,8 млн шт. или 0,52% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам в сентябре по сравнению с предыдущим месяцем вырос на 15%, количество сделок увеличилось на 12% по сравнению с августом. Среднедневной объем торгов составил около 10,418 млн шт. – на 20,5% выше показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд¹ понизился с 0,65% до 0,50%. Максимальный спрэд за период достигал 1,25% (16 сентября), а минимальное значение спрэда составило 0,06% (09 сентября).

Основным новостным фоном для МРСК Центра в сентябре выступали общие новости распределительного сектора, а также присвоение компании с 1 октября статуса ГП взамен Смоленскэнергообл, лишённого соответствующего статуса по итогам заседания набсовета НП «Совет рынка».

Комментарии аналитиков по новостям распределительного сектора в целом и МРСК Центра в частности 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):

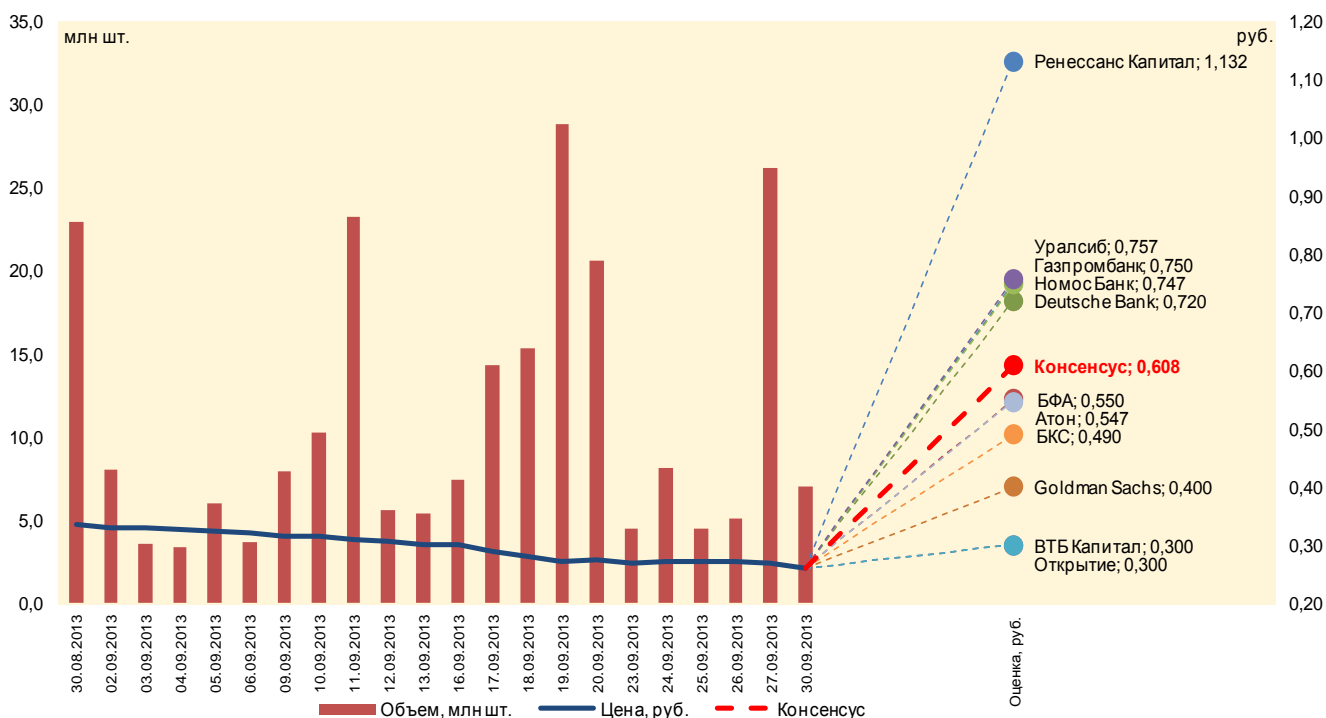
Компания	Аналитики	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекоменда- ция	
		\$	руб. ²				
<i>Оценки в рублях</i>							
1	Открытие	Бейден	0,009	0,300	15%	20.09.2013	держать
2	ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	0,009	0,300	15%	06.09.2013	продавать
3	БКС	Гончаров	0,015	0,490	88%	11.06.2013	держать
4	Goldman Sachs	Голоднов, Дегтярев	0,012	0,400	54%	22.05.2013	покупать
5	Deutsche Bank	Булгаков	0,022	0,720	177%	12.04.2013	покупать
6	Газпромбанк	Котляров	0,023	0,750	188%	29.11.2012	выше рынка
<i>Оценки в долларах США</i>							
7	БФА	Жданов	0,017	0,550	111%	10.07.2013	покупать
8	Уралсиб	Тайц	0,0234	0,757	191%	28.01.2013	покупать
9	Атон	Купреев	0,0169	0,547	110%	13.12.2012	держать
10	Номос Банк	Лямин	0,0231	0,747	187%	24.05.2012	держать
11	Ренессанс Капитал	Скляр	0,035	1,132	335%	27.04.2012	покупать
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>							
12	Альфа-Банк	Кулиева			ПЕРЕСМОТР		
13	Sberbank CIB ¹	Котиков, Труфанов	0,0182-0,0229			19.06.2013	покупать
Консенсус			0,019	0,608	134%		
Текущая цена ³				0,260			

Источник: Московская биржа, quote.ru, расчеты ДКТ, отчеты аналитиков

1. Оценка Sberbank CIB - индикативный диапазон цен - не включена в расчет консенсуса;
2. По курсу руб./долл. США на 30.09.13 г.;
3. Последняя цена на Московской бирже 30.09.13 г.

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,608 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 134%. За прошедший месяц потенциал роста увеличился на 37 п.п. за счет существенного снижения котировок.

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



Источник: Московская биржа, quote.ru, СПАРК, расчеты ДКТ

В отчетном периоде отраслевые аналитики произвели два пересмотра оценок по акциям МРСК Центра – ВТБ Капитал и Открытие снизили целевые цены по бумагам компании до 0,3 руб./шт., при этом ВТБ также понизил рекомендацию до «продавать».

Изменения оценок/рейтингов по акциям МРСК Центра представлены в таблице:

№	Банк	Дата	Значение оценки			Рекомендация	
			Предыдущее	Обновленное	Изменение	Предыдущая	Обновленная
1	ВТБ Капитал	06.09.2013	\$0,0188	0,3 руб.	-52%	Держать	Продавать
2	Открытие	20.09.2013	0,48 руб.	0,3 руб.	-38%	Держать	Держать

Приложение – комментарии аналитиков

Основные новости компаний распределителя, прокомментированные отраслевыми аналитиками в сентябре, представлены в хронологическом порядке:

1. По информации СМИ, премьер-министр РФ поручил Минэкономразвития, Минфину, Минтрансу, Минэнерго и ФСТ представить в правительство вариант прогноза социально-экономического развития на 2014 год и на плановый период 2015-2016 гг., предусматривающий нулевую индексацию тарифов естественных монополий;
2. По информации СМИ, предложение Минфина обязать госкомпании выплачивать в виде годовых дивидендов минимум 25% чистой прибыли по МСФО одобрено правительством;
3. По сообщению РБК, Россети планируют сокращение издержек;
4. По информации СМИ, Федеральная служба по тарифам предлагает внести изменения в параметры RAB и ДПМ;
5. Минэкономразвития снизило оценку инвестпрограммы Россетей в 2014-16 гг.;
6. Минэкономразвития опубликовало уточненный прогноз социально-экономического развития на 2014-2016 гг.;
7. Совет директоров Россетей одобрил приобретение дополнительных обыкновенных акций Ленэнерго в количестве не более 527 млн 600,706 тыс. шт.

<u>06 сентября – По информации СМИ, премьер-министр РФ поручил Минэкономразвития, Минфину, Минтрансу, Минэнерго и ФСТ представить в правительство вариант прогноза социально-экономического развития на 2014 год и на плановый период 2015-2016 гг., предусматривающий нулевую индексацию тарифов естественных монополий</u>		
JPMorgan	-	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p>Потенциально негативное влияние замораживания тарифов на энергокомпании составляет, по нашим оценкам, около 10% от EBITDA 2014П. Мы считаем, что сетевые компании будут в числе наиболее пострадавших, так как они не смогут сократить расходы и не имеют нетарифных источников доходов. Отметим также, что угольные мощности Энел ОГК-5 и ОГК-2 могут оказаться в относительно невыгодном положении, если рост цен на газ будет ограничен. Мы считаем, что решение о замораживании тарифов вряд ли будет принято, хотя некоторое политическое давление на рост тарифов может продолжиться. Полному замораживанию тарифов, вероятно, будет решительно противодействовать государственные естественные монополии. В то же время нездоровое состояние промышленности также может быть принято во внимание, и рост тарифов может быть установлен ниже уровня инфляции для некоторых компаний. Правительство может искать компромисс, который может включать в себя рост тарифов на уровне ниже уровня инфляции в некоторых случаях.</p>
ВТБ Капитал	-	<p>Данная инициатива согласуется с нашим представлением о том, что в течение определенного времени рост тарифов в России будет ограничен. Принятие такого решения стимулировало бы компании к тому, чтобы мобилизовать внутренние ресурсы по экономии расходов. Если же не принимать в расчет потенциальный эффект от экономии расходов, то в результате отмены индексации прибыль на акцию энергокомпаний в 2014 году понизится в среднем на 16%, а EBITDA – на 5% относительно прогнозируемых нами значений. По нашим оценкам, в большей мере это решение отразится на показателях сетевых компаний, расчетное значение прибыли на акцию которых понизится более чем на 40%, EBITDA – на 11%, в то время как показатели генерирующих предприятий выглядят более устойчивыми (минус 8% и минус 3% соответственно).</p>
БКС	-	<p>Взгляд БКС: Хотя окончательное решение еще не принято, возможное решение правительства не повышать тарифы с 1 июля 2014 г. негативно для Россетей и, в меньшей степени, для Русгидро</p> <p>Анализ: Негативно для сетевых компаний, если не будет произведено</p>

		<p><u>соответствующее сокращение CapEx.</u> Нулевой рост тарифов с 1 июля 2014 г. (вместо ранее обсуждаемого повышения на уровне инфляции) окажет негативное влияние на прибыль сетевых компаний и операционный денежный поток. Хотя в теории такой пересмотр может быть компенсирован сокращение CapEx, мы не видим значительных указаний на то, что правительство готово одобрить адекватное по масштабам снижение.</p>
Уралсиб Кэпитал	-	<p><u>Ниже наших ожиданий.</u> В июне этого года мы уже понизили прогнозируемые темпы роста тарифов. На передачу электроэнергии – с 10–11% до уровня инфляции. На газ – с 15% в 2014–2015 гг. до 5%. (См. нашу стратегию на 2 п/г 2013 г.) Таким образом, рассматриваемые нулевые темпы роста – это значительно ниже наших нынешних ожиданий.</p> <p>Ниже тарифы – хуже финансовые показатели. Если тарифы будут заморожены, это окажет сильное негативное влияние на финансовые показатели как распределительных, так и генерирующих энергокомпаний. <u>Соответственно, риски, сопряженные с вложением средств в российскую электроэнергетику, возрастают.</u></p>
Газпромбанк	-	<p><u>Заморозка тарифов в следующем году потребует пересмотра ранее утвержденных тарифных параметров сетевых компаний, что в очередной раз докажет отсутствие долгосрочной определенности в секторе и сильно ударит по их финансовым показателям.</u> Для генерирующих компаний данная инициатива также негативна, учитывая, что отмена индексации ставок на газ приведет к более низким ценам на электроэнергию на свободном рынке, снизив маржу эффективных генераторов. Компании с высокой долей доходов от тепла в выручке выглядят более уязвимыми, учитывая низкую (а в ряде случаев и отрицательную) рентабельность сегмента. К тому же заморозка тарифов снижает вероятность перевода теплового бизнеса на долгосрочное регулирование, предполагающее существенное повышение ставок.</p> <p>Важным вопросом остается оптимизация инвестиционных программ в свете заморозки тарифов. Если они не будут адекватно сокращены, компаниям придется искать дополнительные источники их финансирования, что негативно скажется на финансовых показателях. На прошлой неделе, в частности, состоялось расширенное заседание правления Россетей, посвященное обсуждению различных сценарных условий формирования инвестпрограмм дочерних компаний в зависимости от темпов роста тарифов, а также путей снижения операционных затрат.</p>
Открытие	-	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p>ФСК и Россети могут потерять до 12% и 27% от их EBITDA 2014П соответственно. Структура расходов компаний в большой степени подвержена инфляции и компании не достигли успеха в контроле над постоянными издержками, включая расходы по заработной плате. <u>Если темпы роста их тарифов будут сокращены до нуля, мы ожидаем снижения EBITDA на 12% и 27% для ФСК и Россетей соответственно по сравнению с нашими предшествующими прогнозами. Более того, мы предполагаем что скорректированная чистая прибыль Россетей может упасть практически до нуля, тогда как для ФСК – снизиться на 32%.</u></p> <p>Дискуссия по тарифам в очередной раз подчеркивает отсутствие у правительства стратегии в отношении энергетического сектора и скорее всего отложит возможность приватизации. Хотя правительство и декларирует долгосрочный подход к регулированию сектора, оно при этом постоянно изменяет правила, что делает невозможным планирование и прогнозирование отраслевых тенденций и трендов. Это также показывает отсутствие правительственной стратегии в отношении сектора. Если заморозка тарифов будет одобрена, мы скорее всего увидим дальнейшее ухудшение отношения инвесторов к сектору. Падающие котировки энергокомпаний и как результат – отсутствие приватизации в обозримом будущем.</p>
Ренессанс Капитал	-	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p>Большое влияние на сети. <u>Наши расчеты показывают, что Россети и их дочерние компании подвергнутся наиболее сильному удару – перспектива нулевого роста тарифов в совокупности с неспособностью контролировать операционные издержки (как показали предыдущие периоды) может привести к снижению EBITDA МРСК на 50% и EBITDA ФСК на 20% в год заморозки.</u></p> <p>Негативные настроения неизбежны. Даже если замораживания тарифов не будет, мы думаем, что отношение инвесторов к российской электроэнергетике</p>

		(и так негативное) подвергнется новому удару, ФСК, Россети и ДЗО, а также ТГК скорее всего окажутся в наиболее невыгодном положении. Текущей стратегии правительства по отношению к сектору не хватает долгосрочной прозрачности - с учетом снижения темпов роста тарифов и их изменением в соответствии с ближайшими политическими потребностями, отказом от продолжения обещанной приватизации, постоянно растущих инвестрасходов госкомпаний и обсуждаемых, но не принимаемых регуляторных изменений ([1 сентября] в очередной раз был пропущен дедлайн по представлению проекта новой структуры энергорынка). В этом контексте мы подтверждаем наше мнение, что инвесторы должны отдавать предпочтение компаниям, которые уже принесли определенные результаты - Э.ОН Россия, которая показала 12% дивидендной доходности на 2012 год, и Энел ОГК-5, которая завершила свои капвложения и, как мы считаем, может быть на пороге щедрой дивидендной политики. Остальным компаниям в отрасли, на наш взгляд, не хватает как перспективы роста и отдачи от существующих инвестиций. Это мешает им даже появляться на радарх инвесторов, несмотря на кажущуюся очень низкую рыночную оценку - ситуация очень похожа на 1999 году, до того как реформа российской электроэнергетики была запущена.
Велес	-	<u>Отказ от индексации тарифов естественных монополий может заставить работать компании эффективнее, однако может заметно ударить и по их инвестиционным программам.</u> Если говорить о Газпроме, то рентабельность его бизнеса позволит сохранить размеры инвестпрограмм в прежнем объеме, при этом долгосрочные контракты и выход на новый рынок (Китай) позволит привлечь «длинные» деньги. К сожалению, такого не скажешь о Россетях, чья инвестиционная программа предполагает освоение 966 млрд руб. в течение 2012-2017 г., т.е. 161 млрд руб. в год при крайне низкой рентабельности бизнеса (рентабельность чистой прибыли по итогам 2012 г. составила 5%).

09 сентября – По информации СМИ, предложение Минфина обязать госкомпании выплачивать в виде годовых дивидендов минимум 25% чистой прибыли по МСФО одобрено правительством

Sberbank СІВ	+	Правительство решило внести поправки в дивидендную политику госкомпаний, пишут Ведомости. Минимальный коэффициент дивидендных выплат для них будет установлен на уровне 25% чистой прибыли по МСФО. В настоящее время госкомпании выплачивают в виде дивидендов 25% чистой прибыли по РСБУ, которая, как правило, гораздо меньше, чем показатель по МСФО. Данный шаг обсуждается уже в течение двух лет, однако окончательное решение было принято только недавно. По данным Ведомостей, оно уже утверждено президентом и премьер-министром. Больше всего введение новых правил затронет Газпром, Транснефть, Российские сети и ФСК ЕЭС. Впрочем, непонятно, за счет чего энергокомпании будут наращивать дивидендные выплаты, если их свободные денежные потоки отрицательны. <u>Мы, однако, полагаем, что рынок положительно оценит это нововведение, поскольку оно может послужить для компаний дополнительным стимулом к сокращению программ капвложений.</u>
БКС	+	Анализ: <u>Самый сильный позитивный эффект для Россетей – из-за холдинговой структуры компании.</u> По нашим оценкам, переход на новый принцип выплаты дивидендов (в случае реализации) приведет к увеличению дивдоходности Россетей с примерно 2% до около 7-8% (учитывая неденежные статьи, которые не включаются в чистую прибыль при расчете дивидендов). <u>Однако даже если переход состоится, на наш взгляд, слабые фундаментальные характеристики Россетей перевесят увеличение дивдоходности за 2013 г.</u> <u>Менее выраженный эффект для прочих госкомпаний из-за низкой чистой прибыли в краткосрочной перспективе (Интер РАО) или несущественных отличий между нормализованной чистой прибылью по РСБУ и МСФО за вычетом неденежной прибыли (РусГидро, ФСК).</u>

Газпромбанк	=	<p>За первое полугодие госкомпаний в электроэнергетике отчитались в основном с убытками по МСФО, включая ФСК, Россети и Интер РАО. Исключением стала РусГидро, показавшая прибыль. Убытки в основном были связаны с одновременными неденежными факторами, и база расчета дивидендов должна быть очищена от этих эффектов. Однако данный момент остается спорным, поскольку подобная практика еще не сформировалась, и нельзя однозначно утверждать, что компании не будут использовать факт убытка (пусть и бумажного) для отказа от выплаты дивидендов. Особенно в свете инициативы правительства по заморозке тарифов в следующем году, ведь компании могут столкнуться с необходимостью жесткого сокращения расходов и инвестиций, что сделает выплату дивидендов еще менее актуальной. К тому же второе полугодие может оказаться очень сложным для энергетиков. Наметившийся в июле спад энергопотребления (-0,2% г/г) в августе усилился (-0,9% г/г), а цены на свободном рынке испытали самый настоящий обвал в Сибири, достигнув минимальных за последние несколько месяцев значений. В первой ценовой зоне индикатор также заметно снизился в первые дни сентября.</p> <p>С учетом вышесказанного, <u>мы бы не ожидали сколь-нибудь существенных дивидендов от госкомпаний сектора и даже не исключаем вероятности того, что некоторые из них снова откажутся от выплат, как это было по итогам прошлого года.</u> Если же предположить, что второе полугодие не будет провальным с точки зрения финансовых результатов компаний, а база для расчета дивидендов будет скорректирована на все неденежные факторы, потенциальная дивидендная доходность по акциям Интер РАО, ФСК и РусГидро может оказаться в пределах 2-5%. Это меньше, чем может составить доходность по акциям Э.ОН Россия – около 6% при условии 50%- ной нормы выплаты. Исключением могли бы стать Россети, где доходность теоретически может достичь 7% по обыкновенным акциям, но, на наш взгляд, вероятность этого низка.</p>
-------------	---	--

17 сентября – По сообщению РБК, Россети планируют сокращение издержек

Deutsche Bank	=	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p>Согласно статье в газете, план был поддержан менеджментом. <u>Мы полагаем, что 5% сокращение подконтрольных расходов в 2014 году будет эквивалентно сохранению расходов на уровне прошлого года в абсолютных значениях. В то же время, сокращение инвестпрограммы будет, на наш взгляд, более ощутимым.</u> Наши расчеты предполагают, что без существенного сокращения инвестпрограммы и с учетом новых тарифов (заморозка тарифов в 2014 году и индексация на инфляцию далее) инвестиционная оценка Россетей может стать отрицательной. Поэтому мы надеемся, что сокращение инвестпрограммы будет существенным и что произойдет оно за счет наименее привлекательных проектов.</p> <p>Исторически самой большой проблемой контроля над расходами было отсутствие мотивации менеджмента. Спорно, но, возможно, заморозка тарифов может успешно мотивировать менеджмент сфокусироваться на контроле над издержками и это может обеспечить отсутствие роста издержек в течение некоторого периода времени. В то же время с другой стороны, контроль над расходами может быть временной политикой, которая позволит пережить временное замораживание тарифов. По нашему мнению, без изменения мотивации менеджмента и/или приватизации сетей внедрение политики устойчивого повышения эффективности и создания стоимости маловероятно.</p>
---------------	---	---

18 сентября – По информации СМИ, Федеральная служба по тарифам предлагает внести изменения в параметры РАВ и ДПМ

Deutsche Bank	-	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p><u>В целом, мы полагаем, что основной риск от заморозки тарифов лежит на Россетях (ФСК, Россети и МРСК), в то время как риски для генерирующих компаний исходят из возможности пересмотра ДПМ-соглашений, снижения темпов роста спотовых цен и заморозки тарифов на мощность.</u> Мы полагаем, что с учетом возможной негативной реакции генераторов пересмотр ДПМ будет крайней мерой и мы надеемся, что правительство не станет к ней прибегать. Некоторое снижение ДПМ выплат в пользу Росэнергоатома и РусГидро более вероятно. Напомним, что подробности того, как правительство собирается достичь нулевого роста тарифов имеют первостепенное значение и эффект от</p>
---------------	---	--

		этих мер может неравномерно распределиться между разными энергокомпаниями.
Morgan Stanley	+/=	<i>Перевод с английского</i> В целом мы полагаем, что все склоняется к тому, чтобы правительство предпочло более «медвежий» сценарий, который мы описывали в нашем последнем отчете по сектору. Сектор все еще непривлекателен. <u>Для сетей ситуация чуть лучше, чем в случае нулевой индексации тарифов, но решение по последней миле может быть столь же негативным, как и ожидалось.</u> Минэнерго предлагает использовать смешанный темп роста тарифов в зависимости от региональной компании (для компаний на RAB – на уровне инфляции, для остальных – 0%). Последняя миля предположительно должна быть отменена везде, кроме 19 регионов, где эта практика будет продолжена. В большинстве регионов критичное выпадение доходов предлагается покрыть за счет правительственного финансирования (хотя механизм еще неясен). Мы предпочитаем генерирующие компании сетям по крайней мере до тех пор, пока дальнейшие детали не будут известны, так как правительство (то есть Минфин) продолжает поддерживать идею неизменности инвестпрограмм, что на наш взгляд является риском для денежных потоков и роста компаний с учетом нового тарифного сценария.
ВТБ Капитал	=	Общий тон тарифных дискуссий в различных органах власти, а также отдельные детали предлагаемых сценариев практически не оставляют сомнений, что рост тарифов в электроэнергетике в среднесрочной перспективе не превысит уровня инфляции (вне зависимости от того, будут тарифы заморожены в 2014 или нет), что <u>полностью соответствует нашей стратегической оценке перспектив сектора.</u> Если доходность на вложенный капитал по ДПМ, как предлагает ФСТ, будет снижена на 1 п.п., это будет соответствовать снижению тарифов ДПМ на 6–7%, что обойдется генерирующим компаниям в 5.6% прибыли на акцию и 2.2% EBITDA в 2014. В целом мы сохраняем осторожную позицию по российскому сектору электроэнергетики, и нашим единственным фаворитом в нем остается Э.ОН Россия.
БКС	=	Взгляд БКС: Хотя изменение параметров RAB по большей части не затронет сетевые компании (поскольку RAB-регулирование фактически уже не работает), изменение условий ДПМ окажет умеренно негативное влияние на генкомпания. <u>Не окажет влияния на сети, поскольку статус-кво регулирования по большей части игнорирует параметры RAB, в то время как повышение тарифов определяется ситуативно.</u>
Газпромбанк	-	Для сетей заморозка тарифов будет означать очередной пересмотр долгосрочных параметров регулирования. <u>Учитывая, что сети целиком регулируются тарифами и занимают большую долю в конечной стоимости электроэнергии, они могут пострадать сильнее всего.</u> Мы оцениваем потери в выручке консолидированных Россетей (с учетом ФСК) в 2014-2016 гг. на уровне 100 млрд руб.
Открытие	=	<i>Перевод с английского</i> Мы полагаем, что один год замораживание тарифов будет, так как российские цены на электроэнергию для промышленных потребителей близки к ценам в США и на 30% ниже европейских, что даже сейчас существенно влияет на конкурентоспособность российской экономики. Мы полагаем, что текущее предложение Минэнерго - это попытка минимизировать возможный ущерб для промышленных потребителей и может перерасти в дискуссию по снижению инвестпрограмм энергокомпаний, если решение о заморозке тарифов все же будет принято. <u>Новость, на наш взгляд, нейтральна, так как рынок уже привык к тому что правительство склоняется к минимальным темпам роста тарифов в своих решениях.</u>
Ренессанс Капитал	-	<i>Перевод с английского</i> Окончательное решение по заморозке тарифов в 2014 году должно быть принято на заседании правительства 19 сентября. Возможно, что чиновники откажутся принимать то или иное из предложений. <u>Тем не менее, на наш взгляд это вряд ли окажет фундаментальную поддержку сектору.</u> <u>Последние предложения правительства означают для нас, что ни один из элементов реформы не остается в неприкосновенности: ДПМ для генерации, RAB, обязательство по либерализации рынка мощности, экономически обоснованные тарифы для всех групп потребителей.</u> В этих условиях, последний оплот

		реформы сектора – либерализованный оптовый рынок электроэнергии – не кажется нам надежным. Чтобы достичь снижения инфляции на 0,4% правительство, кажется, готово отказаться от 10 лет реформы и отношений с иностранными инвесторами. Что произойдет с сектором, если цели будут более амбициозными, еще предстоит узнать.
<i>24 сентября – Минэкономразвития снизило оценку инвестпрограммы Россетей в 2014-16 гг.</i>		
Deutsche Bank	+	<u>Перевод с английского</u> Мы считаем, что это основное положительное следствие замораживания сетевых тарифов. Тем не менее, мы пока не знаем, как эта сумма будет распределена между ФСК и Россетями (расход каждой из компаний на инвестпрограмму – порядка 150 млрд рублей в год). Если исходить из максимальной величины сокращения и ее равномерного распределения на 3 года, то это может привести к сокращению CAPEX на треть. Это агрессивный расчет, но и желательный, с учетом слабых перспектив отдачи от этих инвестиций.
БКС	+	Взгляд БКС: <u>Хотя обсуждения носят пока предварительный характер, предложение Минэкономразвития указывает на возможное улучшение фундаментального кейса Россетей.</u> Новость: Минэкономразвития может сократить CapEx Россетей на 2014-16 гг. на RUB 200-300 млрд, сообщил Интерфакс со ссылкой на главу Департамента макроэкономического прогнозирования. На данный момент неизвестно, включает ли указанный диапазон НДС. Анализ: Предполагается сокращение CapEx на 20-35%. Текущая версия программы капзатрат Россетей (включая ФСК) предполагает CapEx в размере около RUB 800 млрд в 2014-16 гг. (без учета НДС). Таким образом, диапазон, предложенный министерством, соответствует 20%-30% (с учетом НДС) или 25-35% (без учета НДС) предыдущей программы CapEx Россетей. Окончательное решение еще не принято. Мы считаем, что масштаб сокращения CapEx компании будет зависеть от дальнейших обсуждений между профильными ведомствами (Минэкономразвития, Минэнерго, Федеральная служба по тарифам) и самих Россетей. По итогам обсуждений сокращение CapEx Россетей на 2014-16 гг. может оказаться ближе к нижней границе диапазона или даже ниже. Позитивно для справедливой оценки Россетей по DCF. На наш взгляд, предложение Минэкономразвития позитивно для миноритарных акционеров Россетей и дочерних компаний в качественном (поскольку сигнализирует, что правительство готово обсуждать адекватные изменения CapEx) и количественном выражении (поскольку предложенное сокращение не носит косметический характер). Хотя обсуждения носят пока предварительный характер, предложение Минэкономразвития указывает на возможное улучшение фундаментального кейса Россетей, что позитивно скажется на отношении инвесторов к компании.
<i>25 сентября – Минэкономразвития опубликовало уточненный прогноз социально-экономического развития РФ на 2014-2016 гг.</i>		
JP Morgan	=	<u>Перевод с английского</u> Для некоторых сетевых компаний возможен рост тарифа в 2014 году если это требуется для исполнения инвестпрограмм. Еще есть вопрос отмены «последней мили» в 45 регионах, что может привести к росту тарифов прочих потребителей в регионах для компенсации потерь МРСК вплоть до 7%. Выводы: предлагаемые тарифы в целом соответствуют предыдущим предложениям. Министерство также планирует сохранить неизменными RAB параметры для сетей за счет более низких тарифов для ТСО и корректировки инвестпрограмм (хотя эта задача, на наш взгляд, достаточно сложная).
Morgan Stanley	=	<u>Перевод с английского</u> Некоторые сетевые компании могут вздохнуть с облегчением. Документ позволяет региональные вариации роста тарифов. Он также позволяет 45 регионам повысить тарифы для потребителей вплоть до 7% роста для компенсации влияния отмены «последней мили». Также предполагается сокращение инвестпрограмм сетевых компаний на 290 млрд рублей в 2014-16 гг., хотя детали еще неизвестны. Также все еще остаются понижающие риски. Документ оставляет простор для ужесточения условий, так как включает ряд дополнительных параметров. Кроме того, правительство не оценивало

		<u>количественно влияние отхода от практики «последней мили». Пролонгирование заморозки тарифов на более чем год также будет негативно для сектора.</u>
ВТБ Капитал	=	<u>Пересмотренный прогноз полностью вписывается в рамки недавней инициативы правительства заморозить рост тарифов естественных монополий с 1 июля 2014 (средний рост в годовом сопоставлении обеспечивается преимущественно календарным фактором, поскольку в 2013 тарифы росли в основном с 1 июля) и поэтому представляется более или менее ожидаемым. Решение правительства заморозить тарифы полностью соответствует нашим прогнозам, предполагающим наступление в России периода сдерживаемого роста тарифов. Если это решение будет принято, оно может высвободить внутренние резервы компаний по сокращению издержек. В отношении сектора наша стратегическая позиция в целом остается негативной; нашим единственным фаворитом является Э.ОН Россия.</u>
Велес	=	<u>Минэкономразвития заложило в свой прогноз социально-экономического развития РФ на трехлетку индексацию тарифов на 7% в 2014 г. для потребителей, не присоединенных к сетям ФСК. Под потребителями в данном контексте стоит подразумевать некрупных (непромышленных) потребителей электроэнергии. На наш взгляд данное решение было принято параллельно с частичной отмены договоров «последней мили» с 1 января 2014 г. для крупных потребителей, для которых тариф может снизиться на 30-40%. В связи с этим в 45 субъектах РФ министерство предлагает с 1 января увеличить тариф для остальных потребителей «темпом не выше 7%». На наш взгляд, повышение тарифов на уровень выше инфляции будет стимулировать сетевые компании сохранять свои инвестиционные программы в максимально возможном размере. Однако столь частое регулирование в отрасли, проводимое совместно с планами по заморозке тарифов естественных монополий, куда попадают сетевые компании, может привести к тому, что часть инвесторов, в особенности иностранных, захотят выйти из своих вложений из-за нестабильности положения дел в отрасли.</u>
<u>25 сентября – Совет директоров Россетей одобрил приобретение дополнительных обыкновенных акций Ленэнерго в количестве не более 527 млн 600,706 тыс. шт.</u>		
Открытие	=	<u>Перевод с английского</u> Это приобретение оценивается в 3,2 млрд руб., которые пойдут на финансирование инвестпрограммы Ленэнерго. Мы <u>ожидаем нейтральной реакции рынка на новость</u> , так как существенная премия к рынку в некоторой степени нивелирует размытие стоимости для миноритарных акционеров. Более того, региональные МРСК уже давно находятся вне зоны интереса инвесторов, что в еще большей степени снижает значимость новости.
<u>27 сентября – По сообщению Интерфакса, правительство поручило Россетям подготовить предложения по использованию 100 млрд руб. из ФНБ на развитие Дальнего Востока</u>		
ВТБ Капитал	-	<u>Как мы отмечали в наших недавних материалах, один из главных фундаментальных рисков для инвестиционной привлекательности Россетей связан с недостаточным сокращением существующих планов капиталовложений (или с реализацией новых крупных социально-ориентированных проектов). В условиях замедления роста тарифов это привело бы к еще большему сокращению свободного денежного потока, который и так уже является отрицательным (согласно нашим прогнозам, средняя доходность свободного денежного потока компании в 2013–2015 составит минус 70%), что не позволяет рассчитывать на какое бы то ни было увеличение дивидендов. В дополнение ко всему, это означает и риск новых допэмиссий для покрытия дефицита финансирования инвестпроектов (исходя из текущих рыночных котировок влияние упомянутых 100 млрд руб. в акционерный капитал означало бы его увеличение на 63%). В связи с потенциальным увеличением капиталовложений мы подтверждаем нашу негативную оценку инвестиционной привлекательности Россетей (рекомендация – «продавать») и сектора распределительных компаний в целом.</u>