

**Открытое акционерное общество
«МРСК Центра»**

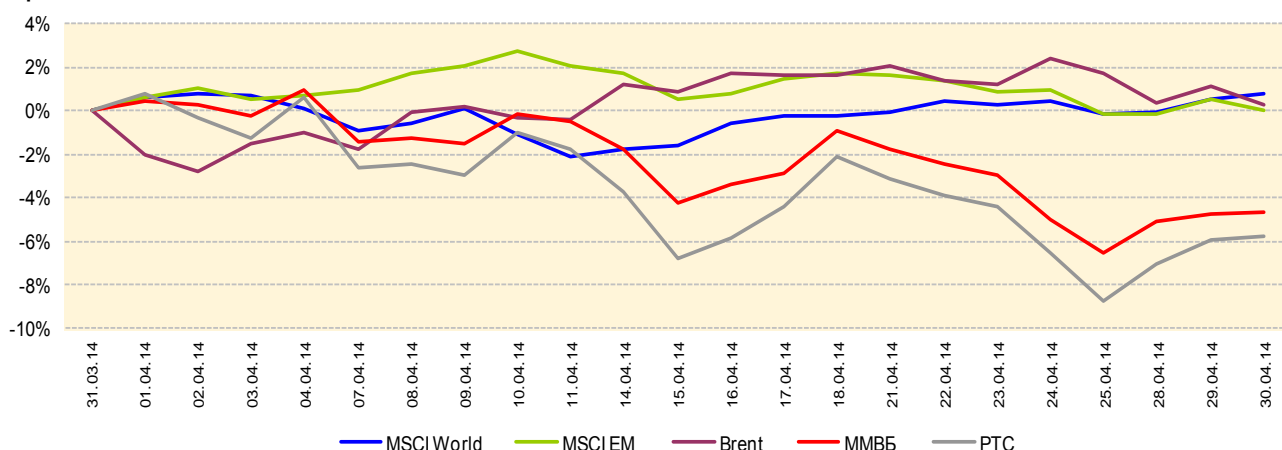


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»
в апреле 2014 г.**

Москва, май 2014 г.

Международные и российский рынки акций

В апреле индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM выросли на 0,8% и 0,1% соответственно.



Поддержку фондовым рынкам оказали три основных фактора: ожидания продолжения мягкой политики ведущими мировыми ЦБ, статистика из США, свидетельствующая об уверенном восстановлении крупнейшей экономики после аномальных холодов, и хорошая отчетность, главным образом, американских компаний – из 75% отчитавшихся компаний, входящих в индекс S&P500, прибыль в 75% случаев была выше прогнозов.

- ФРС, как и прогнозировалось, сократила программу QE 4-й раз подряд на очередные \$10 млрд, до \$45 млрд в месяц. При этом ЦБ отказался от одного из ключевых условий для начала повышения процентной ставки – снижения уровня безработицы до 6,5%, заявив, что целью политики ФРС является обеспечение «максимальной занятости».

- Глава ЕЦБ заявил, что банк может снизить процентные ставки для сдерживания роста евро. Кроме того, по его мнению, понижение ставок может снизить риски затягивания периода низкой инфляции. При этом М.Драги не исключил возможности использования количественного стимулирования для борьбы с низкой инфляцией.

- Банк Японии сохранил стимулирующие программы в прежнем объеме, подтвердив курс на увеличение денежной базы на ¥60-70 трлн в год.

- В США в марте увеличилась деловая активность, рост розничных продаж стал максимальным с сентября 2012 года, рост расходов населения – максимальным за 4,5 года, лучше ожиданий были данные по промпроизводству, число заявок на пособие по безработице находится вблизи минимальных за 7 лет уровней.

Вместе с тем рост мировых фондовых рынков в течение всего месяца сдерживался слабой статистикой по китайской экономике и эскалацией напряженности в Украине.

- Рост ВВП КНР в I квартале замедлился до минимальных за последние 6 кварталов 7,4%. Кроме того, по данным HSBC, с учетом апрельских показателей PMI в производственном секторе КНР остается ниже ключевой отметки 50 пунктов уже четыре месяца подряд. При этом аналитики подчеркивают, что торможение китайской экономики продолжается на фоне ужесточения кредитной политики, повышающего риск недостижения запланированного роста ВВП в 2014 году на 7,5%.

- В Украине очаг напряженности переместился в восточные регионы. Подписанные 17 апреля на женевской встрече России, ЕС, США и Украины договоренности о первоначальных шагах по деэскалации напряженности, предполагавших, в частности, разоружение незаконных вооруженных формирований, были фактически сорваны проведением украинскими властями «антитеррористической операции» с применением армии в восточных районах Украины. При этом участники женевской встречи дают диаметрально противоположные оценки событиям в Украине. Россия обвиняет в срыве соглашений украинские власти, западные страны возлагают ответственность на РФ.

Индекс ММВБ потерял в апреле 4,6%. Российский рынок остается заложником развития событий в Украине, инвесторы опасаются расширения участия России в этом конфликте и последующего ужесточения санкций западных стран в отношении РФ.

Пока США и ЕС ограничиваются расширением санкционных списков в отношении граждан РФ, при этом из представителей бизнеса в списки США вошли только главы Роснефти и Ростеха. Кроме того, США ввели санкции в отношении 17 частных компаний, подконтрольных уже включенным в санкционные списки первого этапа Г.Тимченко, братьям Ротенбергам и банку России.

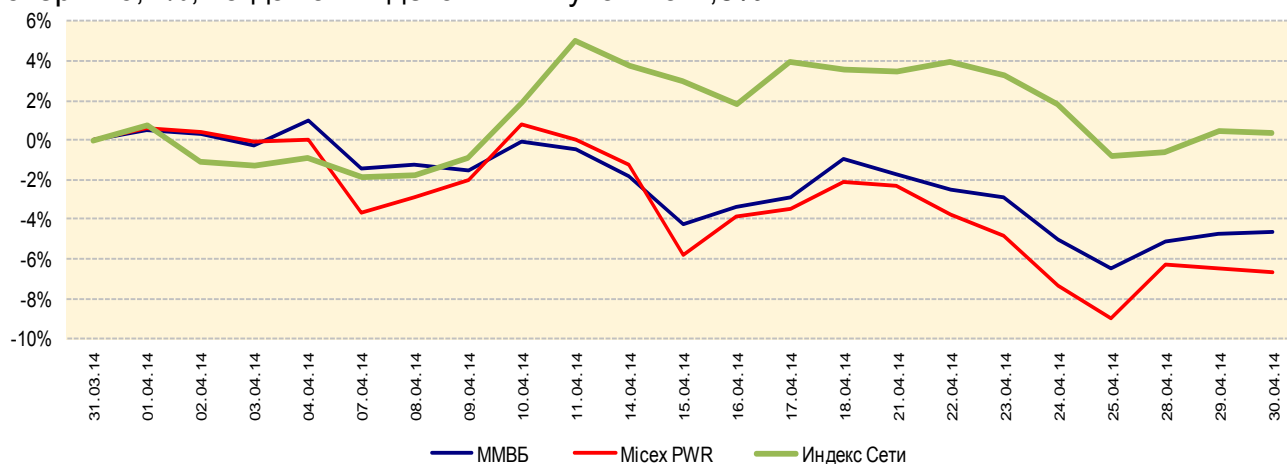
Вместе с тем санкционная риторика западных стран, обвиняющих Россию в эскалации напряженности в Украине, постоянно ужесточается. В частности, речь, согласно заявлению госсекретаря США, может идти о *«санкциях в отношении энергетического, банковского, горнодобывающего и оборонного секторов российской экономики»*.

В целом весь новостной фон апреля носил негативный характер для нашего рынка:

- Агентство S&P понизило рейтинг РФ на одну ступень, до «BBB-» (последняя ступень рейтинга инвестиционной категории), сохранив «негативный» прогноз по рейтингам. В пресс-релизе говорится, что понижение рейтинга отражает риски, связанные с ожиданиями дальнейшего существенного оттока капитала из РФ из-за геополитической напряженности. Прогноз «негативный», отмечает агентство, отражает возможность понижения рейтинга, в частности, в случае значительно более слабого экономического роста, чем ожидается в настоящее время, или ужесточения санкций в отношении РФ.
- МВФ понизил прогноз роста ВВП РФ в 2014 году до 0,2% с 1,3%, ожидавшихся еще в начале апреля. В новом прогнозе, сообщил глава миссии фонда, МВФ учел *«трудную сложившуюся ситуацию и значительную степень неопределенности, связанной с геополитической напряженностью и с санкциями»*. Что касается текущей ситуации, эксперты МВФ полагают, что экономика России вошла в рецессию.
- Минэкономразвития снизило прогноз роста ВВП в 2014 году с 2,5% до 1,1% в базовом сценарии, в консервативном – до 0,5%. Оба варианта исходят из цены на нефть в \$104 за баррель и оттока капитала около \$100 млрд (на уровне ожиданий МВФ), более оптимистичный предполагает господдержку экономики.
- По оценке Минэкономразвития, с учетом исключения сезонного и календарного факторов, в I квартале ВВП снизился на 0,5% по сравнению с IV кварталом 2013 года.
- Глава Минфина заявил, что рост экономики РФ в 2014 году может оказаться меньше пониженного прогноза в 0,5% и составить около нуля. При этом в министерстве не исключили возможности технической рецессии экономики РФ во II квартале.
- ЦБ повысил ключевую процентную ставку на 0,5 п.п. – до 7,5% *«в связи с возросшими инфляционными рисками»*. В Минэкономразвития скептически отнеслись к этому решению – как заявил А.Клепач, оно, скорее, *«еще больше затормозит рост и повысит вероятность уже не стагнации, а рецессии»*, нежели понизит инфляцию.
- По данным HSBC, в I квартале усредненный PMI обрабатывающих отраслей был самым низким со II квартала 2009 года, PMI в сфере услуг приблизился к историческому минимуму, наблюдавшемуся в IV квартале 2008 года. В HSBC полагают, что результаты говорят о том, что если геополитические риски не затихнут, экономика РФ, скорее всего, войдет в техническую рецессию уже во II квартале.
- Агентство MSCI сообщило, что оно может рассмотреть вариант исключения России из своих индексов, если против России будет введена «третья фаза санкций».
- Morgan Stanley понизил рейтинг акций российских компаний с «выше рынка» до «нейтрального» уровня. В частности, в банке обеспокоены возможным значительным усилением финансовых санкций в адрес близких к российским властям организаций со стороны США, ЕС и Японии.

Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали худшую по сравнению с рынком в целом динамику: индекс МисехPWR по итогам месяца потерял 6,7%, тогда как индекс ММВБ упал на 4,6%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

На протяжении месяца отраслевой МисехPWR двигался в фарватере с «широким» рынком на в целом нейтральном новостном фоне.

- Замминистра энергетики В.Кравченко сообщил, что Минэнерго планирует утвердить новую модель рынка тепла к середине 2014 года, доработать нормативную базу для рынка электроэнергии и мощности – до конца 2015 года.

При этом, по словам В.Кравченко, пока сложно прогнозировать, какой из моделей рынка электроэнергии и мощности будет отдано предпочтение. «Обсуждаются пока только три модели – «долгосрочный КОМ», «ДПМ-штрих» и «долгосрочные договоры». На мой взгляд, более целесообразно утверждение модели «долгосрочных договоров», - привел Интерфакс слова замминистра.

Как напомнил Интерфакс, новые модели рынка тепла и рынка электроэнергии и мощности обсуждаются уже не первый год, однако игроки рынка, ведомства и некоммерческие партнерства до сих пор не смогли согласовать общую позицию.

- Продолжились дискуссии вокруг предложений Минэнерго по модификации КОМ-2015. Как сообщили СМИ, к генкомпаниям, недовольным идеей Минэнерго изменить правила КОМ, присоединились потребители – НП «Сообщество потребителей электроэнергии» направило замминистру энергетики письмо с просьбой пересмотреть новую концепцию. Основные возражения НП связаны с предложениями Минэнерго проведения КОМ в двух ценовых зонах без деления на ЗСП, принципами учета мощности ГЭС в КОМ по маловодным годам и отбора «вынужденной» генерации. В частности, по расчетам НП, введение коэффициента маловодности для сибирских ГЭС при проведении КОМ во II ценовой зоне без деления на ЗСП может привести к двукратному росту цен в Сибири из-за роста маржинальных цен за счет участия в КОМ дорогих низкоэффективных ТЭС.

Как отметили в ВТБ Капитале, цитирует Коммерсант, оценить ценовые последствия новой концепции КОМ сложно, поскольку ряд изменений ведет к росту цен, а другие, наоборот, к снижению. Впрочем, по оценке, даже удвоение цен во II зоне не будет критичным, поскольку они просто отыграют провал этого года, вернувшись к уровню 2013.

- По сообщению Интерфакса, правительство РФ одобрило либерализацию рынка мощности для сибирских ГЭС. Согласно распоряжению правительства, с 1 мая 2014 по 31 декабря 2015 года доля мощности, продаваемая ГЭС Сибири по регулируемым договорам, снизится до 35%, с 1 января по 31 декабря 2016 года – до 20%.

- По информации Интерфакса, Минэнерго перенесло срок доработки энергостратегии до 2035 года, планируя внести в правительство РФ проект обновленного документа к 1 октября. По словам замминистра А.Текслера, это связано с изменением долгосрочного прогноза социально-экономического развития и с общественным обсуждением проекта. Первоначально представить документ в правительстве планировалось 8 мая.

- Газета РБК Daily сообщила, что глава Интер РАО в ходе заседания совета по инвестициям при председателе Госдумы представил предложения по повышению инвестиционной привлекательности электроэнергетики в РФ.

В частности, пишет РБК, по мнению Интер РАО, отрасли необходимы долгосрочные правила регулирования оптового и розничного рынков электроэнергетики, механизмы, обеспечивающие возврат инвестиций при строительстве новых и модернизации действующих электростанций, механизм, позволяющий компенсировать затраты энергокомпаний при выводе из эксплуатации или переводе в долгосрочную консервацию неэффективного оборудования, долгосрочная политика при установлении тарифов на газ и обеспечение упрощенного доступа к газотранспортной системе.

- Министр энергетики А.Новак сообщил в интервью Коммерсанту, что министерство рассматривает три варианта решения проблемы электроснабжения Крыма: (а) строительство газовой генерации общей мощностью около 1320 МВт с прокладкой ответвления газопровода от Южного потока; (б) строительство ЛЭП с Таманского полуострова через Керченский пролив совместно с возведением моста к середине 2018 года; (в) строительство генерации мощностью 500-600 МВт и частичное снабжение полуострова по воздушным или подводным ЛЭП.

По оценке министра, все варианты по электроснабжению и газификации Крыма предусматривают вложения на уровне 90-100 млрд руб. Источники финансирования еще не определены, не исключается привлечение средств из ФНБ. Кроме того, А.Новак сообщил, что Минэнерго может перенести в Крым часть незавершенных ДПМ-проектов, также возможен вариант субсидирования строительства из бюджета *«для создания экономических условий по возврату инвестиций»*.

- По информации газеты Коммерсант, 10 апреля набсовет НП «Совет рынка» утвердил банк Россия в качестве кредитной организации, уполномоченной на проведение расчетов между субъектами ОРЭМ вместо Альфа-банка *«с учетом предложенных банком наиболее выгодных условий по расчетно-кассовому обслуживанию»*.

- Глава Минэнерго А.Новак заявил, что госкомпаниям ТЭК в 2014 году должны будут добиться сокращения на 15% административных и управленческих расходов.

«Сокращения не должны повлиять на физический объем строительства или качество закупаемой продукции. Задействуются такие механизмы, как исключение посредников и аффилированности, проведение ценового и технологического аудита, оптимизация структуры управления», - конкретизировал задачу А.Новак.

- По информации СМИ, ФАС подозревает компании, входящие в КЭС-Холдинг, в манипулировании ценами на оптовом рынке электроэнергии. По мнению ФАС, сбытовые компании КЭСа, координируемые ЗАО «КЭС-Трейдинг», намеренно завышали плановые объемы потребления с декабря 2011 года по январь 2013 года.

В результате, по данным ФАС со ссылкой на расчеты НП «Совет рынка», только за 2012 год переплата потребителей в первой ценовой зоне на РСВ составила 16,6 млрд руб., а генкомпания КЭС-Холдинга могли увеличить выручку на 1,2 млрд руб.

В КЭС-Холдинге категорически не согласны с обвинениями ФАС.

Аналитик Газпромбанка Н.Порохова, мнение которой приводит газета Ведомости, также сомневается, что ГП КЭС-Холдинга могли так влиять на цены – их доля потребления в первой ценовой зоне составляет всего 10%, а крупнейшими поставщиками в этой ценовой зоне являются Росэнергоатом, ГЭХ и Интер РАО.

- По информации СМИ, может быть создан прецедент лишения поставщика статуса ГП за долги перед сетевыми компаниями. Губернатор Архангельской области обратился к президенту РФ с просьбой сменить ГП в регионе – задолженность Архэнергосбыта достигла почти 2,8 млрд руб., из них 2,3 млрд руб. приходится на МРСК Северо-Запада. Как пишут Ведомости, В.Путин дал поручение изучить этот вопрос Минэнерго и помощнику А.Белосу. При этом, напоминают СМИ, до сих пор лишение статуса было возможно лишь по решению НП «Совет рынка» за долги перед генкомпаниями.
- Как сообщил Интерфакс со ссылкой на информацию Минэнерго, Атомэнергосбыт признан победителем в конкурсе по выбору ГП в Смоленской области, очередной этап конкурса на выбор ГП объявлен в Мурманской и Тверской областях.
- По данным Росстата, выработка электроэнергии в январе-марте сократилась на 3,4% г/г, в марте – упала на 6,1% г/г.
- По информации Системного оператора, электропотребление в ЕЭС России в первом квартале упало на 1,6% г/г, в марте – на 4,5% в связи с высокой температурой воздуха.
- По оценке Минэнерго, энергопотребление в ЕЭС России (без учета изолированных энергосистем) в 2014 году вырастет на 0,7% к фактическому уровню потребления 2013 года, выработка прогнозируется на уровне 1 трлн кВт.ч.

Как отметил Интерфакс, в 2013 году энергопотребление как в России в целом, так и в ЕЭС РФ снизилось на 0,6% – до 1,03 и 1,01 трлн кВт.ч соответственно в основном в связи с теплой погодой и остановкой ряда алюминиевых заводов. При этом, напомнило агентство, согласно Схеме и программе развития ЕЭС на 2013-2019 гг., энергопотребление в 2013 году должно было увеличиться на 1,5%, в 2014 году – на 2,2%.

Рынок акций электросетевых компаний

Динамика акций электросетевых компаний выглядела существенно лучше динамики отраслевого МисехPWR – индекс Сети вырос на 0,4%, индекс МисехPWR потерял 6,7%.

Значимый новостной фон по компаниям электросетевого сектора был представлен в начале месяца отчетностью по МСФО по итогам 2013 года, в конце – отчетностью по РСБУ за первый квартал 2014 года.

- Россети опубликовали отчетность по МСФО за 2013 год, согласно которой выручка компании составила 759,8 млрд руб., скорректированная EBITDA – 233,2 млрд руб., скорректированная чистая прибыль – 74 млрд руб. Несмотря на то, что выручка и EBITDA Россетей превысили консенсус-прогноз, аналитики в целом неоднозначно прокомментировали эту отчетность.

Из последовавшего вслед за представлением отчетности конференц-звонок аналитики обратили внимание на заявление менеджмента о том, что Россети не планируют выплачивать дивиденды по итогам 2013 года в связи с получением убытка, что, впрочем, сюрпризом не стало.

- Ряд МРСК также представил отчетность по МСФО за 2013 год.

Компания	Выручка		Чистая прибыль/убыток	
	млрд руб.	Изм., г/г	млрд руб.	Изм., г/г
МОЭСК	129,1	3,0%	19,5	3,0%
МРСК Центра	93,3	33,3%	0,266	-17x
МРСК Центра и Приволжья	77,6	29,1%	1,752	7,8%
МРСК Северо-Запада	44,6	33,5%	0,387	-2,3%
МРСК Волги	49,2	7,2%	1,451	-40,3%

МРСК Урала	65,5	10,2%	-1,100	- ¹⁾
МРСК Сибири	63,7	28,7%	-1,141	- ²⁾
МРСК Сев. Кавказа	13,7	-5,8%	-2,564	- ³⁾
Тюменьэнерго	51,2	9,1%	5,282	70,5%
Ленэнерго	37,3	12,6%	3,3	5,2%

1) В 2012 году была получена прибыль 264,96 млн руб.

2) В 2012 году была получена прибыль 885,8 млн руб.

2) В 2012 году была получена прибыль 208,99 млн руб.

Комментировавшие представленные данные аналитики Уралсиб Кэпитал оценили отчетность МРСК Центра и Приволжья, МОЭСК и Ленэнерго как сильную, отметив в то же время, что для МРСК Центра и Приволжья рост выручки связан с временным получением дополнительных сбытовых активов, для МОЭСК – с более высоким по сравнению с ожиданиями объемом платежей за присоединение к электросетям, что можно рассматривать как разовые факторы.

При этом эксперты обратили внимание на перспективы дивидендных выплат компаний, сообщив, что дивидендная доходность МРСК Центра и Приволжья может составить от 4,1% до 6,3% в зависимости от того, отчетность по каким стандартам будет использована для расчета дивидендов, МОЭСК – составит приблизительно 5,7%, исходя из коэффициента дивидендных выплат в 25% чистой прибыли по РСБУ.

В части Ленэнерго, по словам аналитиков, *«свободный денежный поток в ближайшей перспективе может оказаться отрицательным, в связи с чем долгосрочные перспективы дивидендных выплат остаются под угрозой».*

● ФСК опубликовала отчетность по МСФО за 2013 год и провела телефонную конференцию.

Согласно данным отчетности, выручка компании выросла на 13% г/г до 158 млрд руб., скорректированная EBITDA увеличилась на 12% до 92,551 млрд руб., чистый убыток составил 234,8 млрд руб. против чистой прибыли в 7,2 млрд руб. годом ранее.

Полученный за год убыток компания назвала «бумажным» и объяснила обесценением основных средств на фоне изменения основных параметров прогноза социально-экономического развития РФ и, как следствие, ограничения прогнозов роста тарифа компании, а также обесценением финансовых вложений, главным образом, акций Интер РАО, находящихся на балансе компании.

Чистая прибыль без учета бумажных обесценений была на уровне 23,4 млрд руб.

В целом, по мнению аналитиков, отчетность носит нейтральный характер, в большей степени результаты 2013 года уже учтены в стоимости акций.

«Опубликованная EBITDA на 9% превышает наш прогноз. С другой стороны, операционные расходы также оказались больше, чем мы предполагали, – в основном из-за того, что амортизационные отчисления увеличились на 30%, тогда как мы ожидали 9-процентного роста», - отметили, в частности, в Уралсиб Кэпитал.

«Скорректированная EBITDA за 2013 год по МСФО превысила наш прогноз на 5% и консенсус-прогноз Интерфакса на 7%. Свободный денежный поток по итогам 2013 года был отрицательным (минус 43 млрд руб.), что говорит об улучшении динамики по сравнению с 2012 годом (минус 80 млрд руб.)», - констатировали в Sberbank CIB.

Что касается телефонной конференции, эксперты обратили внимание на ряд заявлений первого зампредаправления ФСК А.Казаченкова:

- ФСК рассчитывает по итогам 2014 года получить выручку и рентабельность по EBITDA на уровне 2013 года, EBITDA – на уровне *«не менее 2013 года или выше».*

- Компания не исключает дивидендных выплат в 2014 году и промежуточных выплат. При этом А.Казаченков отметил, что за 2013 год компания получила «бумажный» убыток по РСБУ, так что «технически» ФСК не может выплатить дивиденды за прошедший год.
- ФСК ожидает, что решение по инвестпрограмме 2015-2019 гг. будет принято до середины августа текущего года.
- Компания ожидает от правительства решения по выделению 70 млрд руб. из ФНБ во втором полугодии текущего года. Как напомнил Интерфакс, ранее глава компании заявлял, что ФСК обсуждает возможность выпуска привилегированных акций для привлечения средств из ФНБ.
- Как заявил А.Казаченков, комментируя вопрос аналитиков о возможном исключении акций ФСК из индекса MSCI, компания рассчитывает сохранить позиции в индексе.

В целом комментарии экспертов по итогам телефонной конференции носили нейтральный характер, основное беспокойство аналитиков по-прежнему связано с инвестиционными планами ФСК.

«Акции ФСК поднялись почти на 50% от мартовского дна. Мы считаем, что это ралли является неоправданным и неустойчивым, учитывая возможные допэмиссии, слабые дивидендные перспективы, отсутствие роста доходов в условиях «замораживания» тарифов и высокую вероятность исключения акций из индекса MSCI. Мы считаем, что сегодняшняя отчетность подтверждает наш негативный взгляд на компанию, мы сохраняем рекомендацию «продавать» для акций ФСК», - резюмировали итоги по МСФО и заявления менеджмента аналитики Goldman Sachs.

● Россети представили отчетность по РСБУ за первый квартал 2014 года, по данным которой выручка выросла на 40% г/г, до 645,9 млн руб., себестоимость продаж увеличилась почти в два раза, до 747, 9 млн руб., чистая прибыль сократилась в 11 раз, до 66,5 млн руб. По сообщению компании, рост себестоимости в основном произошел за счет повышения себестоимости организации функционирования и развития распределительного электросетевого комплекса.

● Ряд МРСК опубликовал отчетность по РСБУ за первый квартал 2014 года.

Компания	Выручка		Чистая прибыль / убыток	
	млрд руб.	Изм., г/г	млн руб.	Изм., г/г
МРСК Центра	27,6	26,5%	1 432	63,6%
МРСК Центра и Приволжья	19,9	1,2%	1 638	-7,1%
МРСК Волги	12,4	2,3%	357	-7,7%
МРСК Урала	16,3	15,6%	120	15,8%
МРСК Сибири	18,6	17,4%	865	74,4x
МРСК Юга	7,4	15,2%	-245	-*

** в первом квартале 2013 года МРСК Юга получила чистую прибыль в размере 38 млн руб.*

Как сообщили Интерфаксу в МРСК Сибири, *«значительный рост прибыли связан с эффективной работой менеджмента компании, существенным снижением издержек, последовательной борьбой с безучетным и бездоговорным потреблением электроэнергии».*

«Созданы резервы под дебиторскую задолженность по рекомендациям аудиторов. Кроме того, в январе-марте 2014 года выросла по сравнению с I кварталом прошлого года процентная ставка по обслуживанию кредитов», - в свою очередь, объяснили убытки в МРСК Юга.

- ФСК опубликовала отчетность по РСБУ за первый квартал, согласно которой выручка увеличилась на 11% г/г, до 41,5 млрд руб., себестоимость возросла на 9,8%, до 32 млрд руб., скорректированный показатель EBITDA повысился на 13%, до 27,52 млрд руб., чистая прибыль составила 1,21 млрд руб. против убытка в 1,376 млрд руб. годом ранее, скорректированная чистая прибыль достигла 2,645 млрд руб.

В Deutsche Bank считают, что показатели ФСК продемонстрировали рост благодаря повышению тарифов с середины прошлого года, за счет чего в первом квартале был сформирован эффект низкой базы. При этом, подчеркнули эксперты, экономию издержек, на которую ФСК ссылается в сопутствующем пресс-релизе, сложно оценить по данным РСБУ, поскольку они не предоставляют подробной разбивки затрат. Например, административные издержки выросли на 16% г/г, отметили аналитики. В то же время, полагают в Deutsche Bank, основные риски по-прежнему связаны с капитальными, а не с операционными затратами.

Прочие новости электросетевых компаний включали следующую информацию:

- Ведомости сообщили, что Росимущество направило на согласования в профильные ведомства проект поправок в распоряжение правительства РФ, регулирующих выплаты дивидендов госкомпаниями. В документе, в частности, предлагается при утверждении тарифов госкомпаний закладывать выплату в виде дивидендов не менее 25% от чистой прибыли по МСФО. В качестве базы для расчета дивидендов предлагается брать максимальную из двух величин – фактическую чистую прибыль по финансовой отчетности или прогнозную чистую прибыль, учтенную ФСТ при утверждении тарифов.

Впрочем, по данным газеты, ФСТ уже высказала несогласие с предложением Росимущества. Как полагают в службе, оно приведет к росту тарифов для потребителей, а также поставит монополии в худшие условия по сравнению с другими госкомпаниями.

- По информации СМИ, ряд регионов обратился в Минэнерго с просьбой продлить срок действия договоров «последней мили» после 1 июля 2017 года, и Россети поддерживают данную инициативу. В то же время, как сообщили Ведомостям в Минэнерго, данные обращения являются ответами на запросы самого министерства рассчитать последствия снижения объема «последней мили» для выделения регионам бюджетных денег в случае необходимости. При этом сроки отмены «последней мили» пересматривать не планируется.

- По информации Ведомостей, правительство обсуждает отмену одноставочного тарифа для предприятий, которые подключены к электростанциям напрямую. Это, сообщила газета, может принести Россетям как минимум 3,7 млрд руб. в год в основном за счет увеличения расходов предприятий автопрома. *«Новые правила пока не утверждены, однако могут послужить катализатором роста котировок МРСК Центра и Приволжья и МРСК Волги, EBITDA которых в 2015 году может в результате вырасти на 3% и 5% соответственно»*, - отметили в Уралсиб Кэпитал.

- По информации РБК Daily, МРСК Северного Кавказа может стать первой «дочкой» Россетей, в которой будет введено прямое управление – совет директоров холдинга поручил своим представителям в совете директоров МРСК Северного Кавказа проголосовать за включение в повестку дня общего собрания акционеров МРСК вопроса о передаче Россетям полномочий единоличного исполнительного органа.

Одной из основных проблем МРСК Северного Кавказа, отметила газета, является растущая задолженность потребителей, достигшая в первом квартале 2014 года 8,7 млрд руб. По данным РБК Daily, для компенсации потерь в собственных электросетях МРСК Северного Кавказа в прошлом году купила электроэнергию на 3,8 млрд руб.

- Moody's поставило на пересмотр с возможностью понижения рейтинг ФСК, который находится на отметке «Ваа3». В свою очередь, агентство S&P вслед за аналогичными

действиями агентств в отношении суверенного рейтинга Российской Федерации снизило рейтинг ФСК с «BBB» до «BBB-», прогноз рейтинга остался «негативным».

- По информации Коммерсанта, совет директоров ФСК утвердил бизнес-план на 2014 год, предусматривающий в том числе получение чистой прибыли на уровне 3,7 млрд руб. после убытка в 25,9 млрд руб. в 2013 году.

В то же время в качестве одного из рисков для прогнозируемых доходов ФСК Коммерсант отметил запланированный правительством переход прямых потребителей ФСК с 1 июля на расчеты по фактической, а не заявленной мощности, тогда как бизнес-план компании предполагает расчеты с потребителями по заявленной мощности.

Кроме того, отметила газета, бизнес-план сверстан с учетом того, что генерация в соответствии с изменениями законодательства полностью оплатит техприсоединение своих мощностей к сетям – ФСК рассчитывает в 2014-2017 гг. получить 77 млрд руб.

- По сообщению Интерфакса, ФСК подготовила предложения по установлению нового долгосрочного RAB-тарифа на 2015-2019 гг. В частности, размер инвестированного капитала предлагается утвердить на уровне 894,1 млрд руб., норму доходности инвестированного капитала оставить на уровне 10%. Индекс эффективности операционных расходов, согласно предложениям ФСК, должен составить 2%. Срок возврата инвестированного капитала – 35 лет.

По расчетам Sberbank CIB, новое предложение по тарифам подразумевает годовой рост тарифа для ФСК на уровне 10% в 2015 году (если тариф не будет повышен 1 июля 2014 года) и 21% с 1 июля в 2015-2019 гг., что значительно выше темпов роста среднего регулируемого тарифа электросетей в 4,8% с 1 июля 2015 и в 4,9% с 1 июля 2016 года, предусмотренных последними социально-экономическими прогнозами МЭР.

- В отчетном периоде JPMorgan существенно, в среднем на треть, понизил целевые цены по акциям крупнейших компаний электросетевого сегмента – Россетей, ФСК и МОЭСК, подтвердив рекомендации «underweight» для этих бумаг.

«Мы практически не видим инвестиционных возможностей в секторе в условиях низкой предсказуемости финансовых показателей», - сообщили аналитики. По их мнению, несмотря на то, что электросетевые компании торгуются с невысокими значениями мультипликаторов, данные уровни являются оправданными в отсутствие потенциала к росту и в условиях низких дивидендных выплат.

Кроме того, по мнению экспертов, в 2014 – первой половине 2015 года шансы на открытые приватизационные сделки, которые могли бы стать драйвером роста для сегмента МРСК, крайне малы – стратегические инвесторы, скорее всего, не проявят интереса к электросетевым компаниям, а продажа квазигосударственным институтам вряд ли будет приветствоваться рынком.

- Аналитики снизили оценку акций Россетей, рассчитанную методом SoTP (суммы частей), на 38%, до 0,48 с 0,78 руб., во-первых, из-за снижения оценки стоимости ДЗО, главным образом, ФСК и МОЭСК, во-вторых, в связи повышением оценки дисконта стоимости холдинга к суммарной стоимости долей в ДЗО – с 25% до 40% – по причине низкой предсказуемости дивидендных выплат сетевыми компаниями.

- Прогнозная стоимость акций ФСК, по-прежнему рассчитываемая JPMorgan на основе RAB, была снижена на 30%, до 0,074 руб. с 0,106 руб.

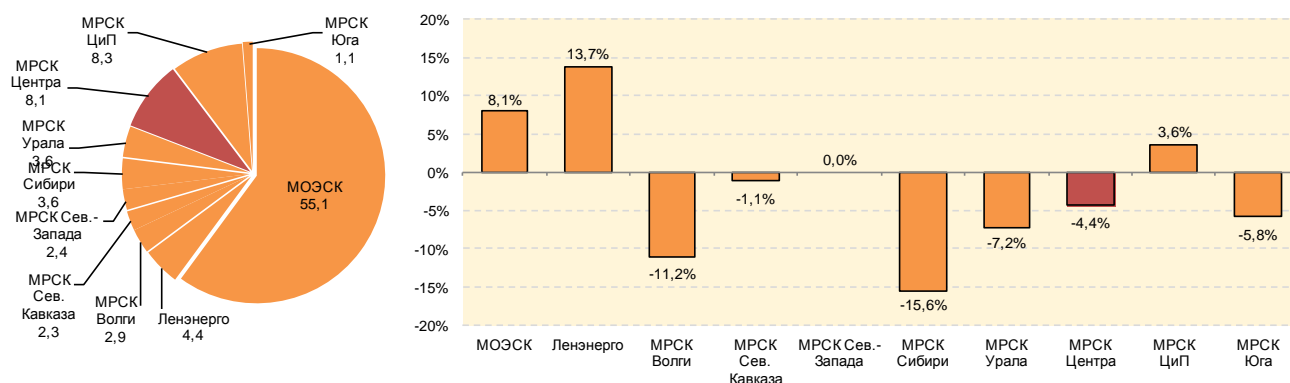
«Учитывая ограниченный потенциал роста дивидендов и значительный рост амортизации и процентных расходов в долгосрочном периоде, мы ожидаем значительного давления на чистую прибыль ФСК. Амортизационные отчисления практически удвоились в 2014 году по сравнению с 2011 годом, а скорректированная чистая прибыль, достигнув максимального значения в 2011 году, с тех пор снижалась. В теории это может привести к тому, что компания станет убыточной лишь по причине роста амортизации. При этом более высокая плата за

техприсоединение, лоббируемая ФСК, может поддержать чистую прибыль компании в 2015-2019 гг., однако, по нашим оценкам, показатель все равно продолжит сокращаться даже в случае получения компанией оптимистичных 35 млрд руб. платы за техприсоединение за период. В свою очередь, падающая чистая прибыль окажет давление на дивидендные выплаты, даже если компания примет решение выплачивать 25% от ее размера», - говорится в обзоре.

По словам экспертов, риском для ФСК являются продолжающиеся допэмиссии в пользу государства для целей финансирования различных инвестпроектов, особенно в том случае, если компания примет решение о снижении номинала своих акций. В числе немногочисленных позитивных факторов аналитики отметили эффективный менеджмент ФСК, нацеленный на сокращение издержек, что позволит ослабить давление на отрицательный свободный денежный поток.

● Целевая цена акций МОЭСК была снижена на 27%, до 0,7 с 0,96 руб. «Финансовые показатели МОЭСК, скорее всего, продолжат оставаться под давлением снижающейся платы за техприсоединение (на 26% в 2013 году), что, в свою очередь, окажет давление на дивидендные выплаты компании», - говорится в обзоре.

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



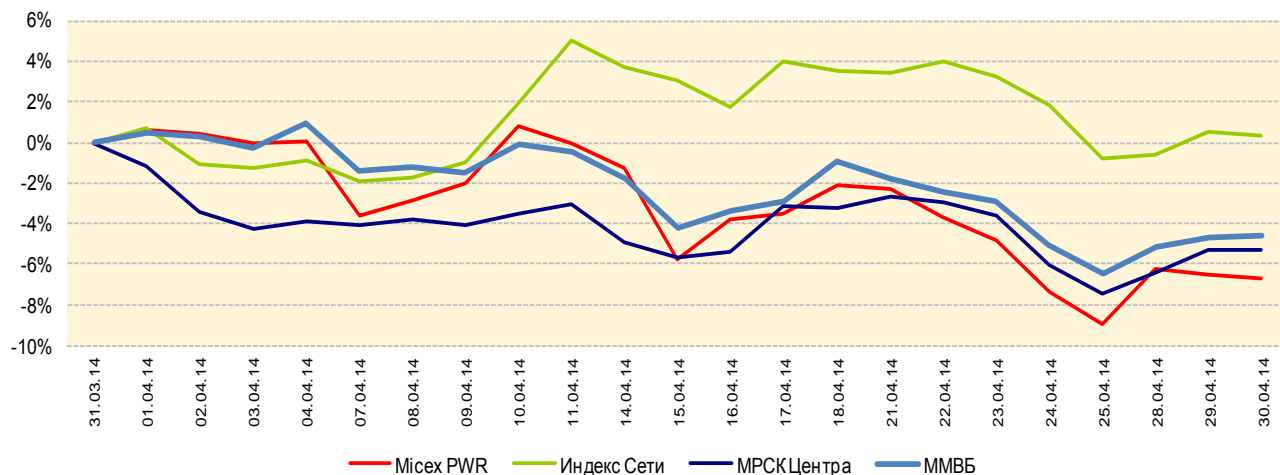
Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

По итогам апреля акции всех МРСК, за исключением МОЭСК, Ленэнерго и МРСК Центра и Приволжья, а также МРСК Северо-Запада, продемонстрировали снижение. Значения капитализации МРСК на конец марта и апреля 2014 г. (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, %
	На 31.03.14	На 30.04.14	
МОЭСК	51,0	55,1	8,1%
Ленэнерго	3,8	4,4	13,7%
МРСК Волги	3,2	2,9	-11,2%
МРСК Северного Кавказа	2,3	2,3	-1,1%
МРСК Северо-Запада	2,4	2,4	0,0%
МРСК Сибири	4,2	3,6	-15,6%
МРСК Урала	3,8	3,6	-7,2%
МРСК Центра	8,5	8,1	-4,4%
МРСК Центра и Приволжья	8,0	8,3	3,6%
МРСК Юга	1,2	1,1	-5,8%

Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением на 5,33% по ценам последних сделок на Московской бирже. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, вырос на 0,36%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

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	2 391	83 180 000	16,1

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+основные режимы) оборот по акциям МРСК Центра составил около 83,18 млн шт. или 0,2% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам в апреле по сравнению с предыдущим месяцем снизился на 81,7%, при этом количество сделок упало на 24% по сравнению с мартом. Среднедневной оборот торгов составил около 3,78 млн шт. – на 83,4% ниже показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд¹ снизился с 1,14% до 0,55%. Максимальный спрэд за период достигал 1,50% (24 апреля), а минимальное значение спрэда составило 0,05% (29 апреля).

Основным новостным фоном для МРСК Центра в апреле выступали общие новости распределительного сектора, а также отчетность компании по МСФО за 2013 год и по РСБУ за первый квартал 2014 года.

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	Рекоменда- ция
		\$	руб. ²			
<i>Оценки в рублях</i>						
1 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	0,005	0,180	-5%	27.02.2014	продавать
2 Открытие	Бейден	0,008	0,300	58%	22.01.2014	держать
3 Deutsche Bank	Булгаков	0,011	0,410	116%	13.12.2013	покупать
4 БКС	Гончаров	0,006	0,210	10%	20.11.2013	держать
5 Goldman Sachs	Голоднов, Дегтярев	0,011	0,400	110%	22.05.2013	покупать
<i>Оценки в долларах США</i>						
6 Уралсиб	Тайц	0,01	0,357	88%	28.01.2013	покупать
7 БФА	Жданов	0,017	0,607	219%	10.07.2013	покупать
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>						
8 Sberbank CIB ¹	Котиков, Труфанов	0,010-0,013			21.01.2014	покупать
9 Атон	Купреев	0,0169	0,603	217%	13.12.2012	держать
10 Номос Банк	Лямин	0,0231	0,825	334%	24.05.2012	держать
11 Ренессанс Капитал	Скляр	0,035	1,249	557%	27.04.2012	покупать
12 Газпромбанк		0,021	0,750	294%	29.11.2012	выше рынка
Консенсус		0,010	0,352	85%		
Текущая цена ³			0,190			

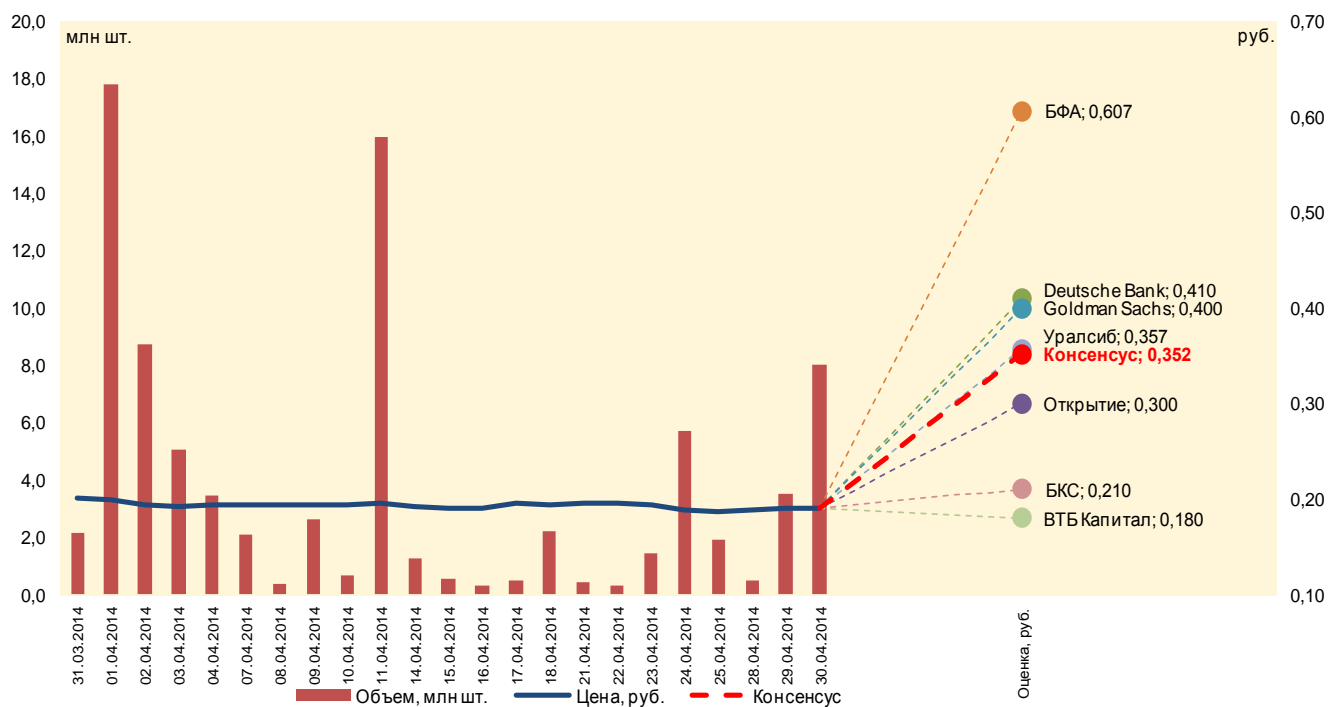
Источник: Московская биржа, quote.ru, расчеты ДКТ, отчеты аналитиков

1. Оценка Sberbank CIB - индикативный диапазон цен - не включена в расчет консенсуса;
2. По курсу руб./долл. США на 30.04.14 г.;
3. Последняя цена на Московской бирже 30.04.14 г.

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,352 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 85%. За прошедший месяц потенциал роста увеличился на 10 п.п. за счет снижения цены акций.

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», апрель 2014 г.

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 пересмотра оценок и рекомендаций по акциям МРСК Центра отраслевыми аналитиками не проводилось.

Приложение – комментарии аналитиков

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

1. МРСК Центра и Приволжья опубликовала отчетность по МСФО за 2013 год;
2. МОЭСК опубликовала отчетность по МСФО за 2013 год;
3. ФСК представила отчетность по МСФО за 2013 год;
4. МРСК Центра провела телефонную конференцию по факту публикации отчетности по МСФО за 2013 год;
5. Ленэнерго опубликовало отчетность по МСФО за 2013 год;
6. По информации Ведомостей, правительство обсуждает отмену одноставочного тарифа для предприятий, которые подключены к электростанциям напрямую;
7. По сообщению газеты Коммерсант, совет директоров ФСК утвердил бизнес-план на 2014 год;
8. По информации Коммерсанта, Россети оценили выпадающие доходы из-за подключения к сетям льготных потребителей в 140 млрд руб. к 2018 году;
9. Россети представили отчетность по МСФО за 2013 год и провели телефонную конференцию;
10. ФСК опубликовала отчетность по РСБУ за первый квартал 2014 года;
11. ФСК опубликовала предложения для следующего периода RAB-регулирования.

<i>02 апреля – МРСК Центра и Приволжья опубликовала отчетность по МСФО за 2013 год</i>		
Уралсиб Кэпитал	+	Поскольку EBITDA оказалась на 4,5% выше нашего прогноза, опубликованные финансовые результаты позволяют нам подтвердить рекомендацию <u>ПОКУПАТЬ</u> акции МРСК Центра и Приволжья. Чистая прибыль компании по РСБУ составила 2,5 млрд руб. (79,6 млн долл.), на 53% превысив показатель по МСФО. Недавно некоторые подконтрольные государству энергокомпании решили выплачивать дивиденды исходя из чистой прибыли по международным стандартам, и существует риск, что такое решение примет МРСК Центра и Приволжья. В зависимости от того, отчетность по каким стандартам будет использована для расчета дивидендов, дивидендная доходность МРСК Центра и Приволжья может составить от 4,1% до 6,3%.
<i>03 апреля – МОЭСК опубликовала отчетность по МСФО за 2013 год</i>		
Уралсиб Кэпитал	+/=	Опубликованные результаты превзошли наши ожидания на уровне выручки, EBITDA и чистой прибыли главным образом благодаря более высокому объему платежей за присоединение к электросетям, чем ожидалось (на 3,9 млрд руб., или 122 млн долл.). В будущем платежи за присоединение к электросетям, вероятно, снизятся, поэтому указанную выше сумму вряд ли можно использовать как постоянную величину для финансовых прогнозов по МОЭСК. Ожидаем, что дивидендная доходность составит приблизительно 5,7%, исходя из коэффициента дивидендных выплат, равного 25% чистой прибыли за 2014 г. по РСБУ.
<i>04 апреля – ФСК представила отчетность по МСФО за 2013 год и провела телефонную конференцию</i>		
Deutsche Bank	=	<i>Перевод с английского</i> ФСК отчиталась об убытке в 235 млрд руб. в связи со списаниями... В настоящий момент менеджмент прогнозирует, что возврат на существующие активы составит 0,1% вместо 7,8% и 10% в 2013-14 гг. Несмотря на то, что не было озвучено никаких итоговых решений по перезагрузке RAB в 2015 г., нам кажется, что менеджмент скорее не ожидает возврата на существующую базу активов в будущем... Компания подтвердила планируемый ежегодный объем инвестпрограммы порядка 100 млрд руб. на ближайшие несколько лет. <u>Мы продолжаем считать, что уровень капзатрат слишком высок с учетом регуляторной ситуации и низкого уровня доходности.</u> Относительно дивидендов менеджмент сообщил, что не исключает возможности выплаты промежуточных дивидендов в 2014 г., хотя никаких деталей предоставлено не было.

Goldman Sachs	-	<p><i>Перевод с английского</i> Акции ФСК поднялись почти на 50% от мартовского дна. Мы считаем, что это ралли является неоправданным и неустойчивым, учитывая возможные допэмиссии, слабые дивидендные перспективы, отсутствие роста доходов в условиях «замораживания» тарифов и высокую вероятность исключения акций из индекса MSCI. Мы считаем, что <u>сегодняшняя отчетность подтверждает наш негативный взгляд на компанию, мы сохраняем рекомендацию «продавать» для акций ФСК.</u></p>
Morgan Stanley	-	<p><i>Перевод с английского</i> CFO компании А.Казаченков не исключил возможность выплаты промежуточных дивидендов в 2014 г. Мы продолжаем сохранять скептический взгляд на дивидендный потенциал в более долгосрочном периоде в связи с обширной инвестпрограммой и быстро растущим уровнем долга. Мы опасаемся, что компания может в конечном итоге прибегнуть к дополнительному выпуску акций для сохранения уровня долговой нагрузки, если рост регулируемых тарифов будет и далее сдерживаться, а инвестпрограмма не будет сокращена. Тем не менее, если компания решит выплатить существенные дивиденды, это будет позитивно воспринято рынком. В результате пересмотра после публикации результатов мы понизили наши прогнозы по чистой прибыли на 2014-17 гг. на 14-26% в связи с более высоким ожидаемым уровнем амортизации. Мы также повысили ожидания по инвестпрограмме с 570 млрд руб. до 676 млрд руб. для периода 2014-2019 гг. в соответствии с прогнозами, представленными Минэнерго в феврале. Мы не стали пересматривать целевую цену по компании, так как в качестве основы мы рассматриваем значение мультипликатора EV/EBITDA и прогнозы долгосрочной инвестпрограммы, а среднесрочные целевые значения (2014-2019 гг.) продолжают меняться.</p>
ВТБ Капитал	=	<p>Опубликованный показатель EBITDA (скорр.) оказался немного (на 5–7%) выше наших ожиданий и консенсус-прогноза, в первую очередь за счет более высоких прочих доходов (обслуживание Олимпийских игр в Сочи, штрафы, продажа электроэнергии и др.), однако <u>показатель прибыли на акцию был ниже.</u> Прогноз компании на 2014 в отношении EBITDA – 91– 92 млрд руб. – согласуется как с нашим, так и с консенсус-прогнозом. При капиталовложениях в 2014–2019 в размере 676 млрд руб. <u>свободный денежный поток в период с 2014 по 2017 будет отрицательным – примерно минус 20– 32 млрд руб.</u> (средняя доходность свободного денежного потока составит, по нашим оценкам, минус 27%). Пороговый уровень долговой нагрузки («чистый долг /EBITDA») установлен на отметке 3.0х, что практически не оставляет возможности для сколько-нибудь значительного изменения дивидендной политики. В настоящий момент наша рекомендация в отношении бумаг «ФСК» – «продавать»; основным сдерживающим фактором для котировок акций компании являются неопределенные перспективы в отношении капиталовложений, тарифов и дивидендов.</p>
Sberbank CIB	=	<p>Мы считаем результаты компании нейтральными. Тем не менее, если капиталовложения будут одобрены на объявленном уровне, это негативно отразится на нашей оценке. В электросетевом сегменте мы отдаем предпочтение Российским сетям, бумаги которых сейчас оцениваются с дисконтом почти 40% к рыночной оценке по сумме составных частей и уже исключены из расчетной базы индекса MSCI Russia. При этом сохраняется риск возможного исключения из базы расчета индекса и акций ФСК ЕЭС.</p>
Уралсиб Кэпитал	=	<p>EBITDA лучше прогнозов; на операционных расходах сказались более высокие, чем ожидалось, амортизационные отчисления. Опубликованная EBITDA на 9% превышает наш прогноз. Во-первых, выше, чем ожидалось, оказались поступления от продажи электроэнергии; во-вторых, существенно выросла прочая операционная прибыль за счет разовых статей, в том числе связанных с Олимпиадой. С другой стороны, операционные расходы также оказались больше, чем мы предполагали, – в основном из-за того, что амортизационные отчисления увеличились на 30%, тогда как мы ожидали 9-процентного роста. Долгосрочные перспективы неясны, сохраняем нейтральную оценку. Опубликованные финансовые результаты и ближайшие планы ФСК говорят о том, что в 2014 г. свободный денежный поток компании останется отрицательным, а дивидендная доходность акций по итогам нынешнего года</p>

		<p>компании может составить умеренные 6%. Долгосрочные перспективы и акционерная стоимость ФСК будут зависеть от малопрогнозируемых решений государства в сфере регулирования, которые скажутся на размере инвестиционной программы, уровне тарифов и структуре собственности компании.</p> <p><i>Комментарий по fixed income</i> ЕБИТДА в нынешнем году, по прогнозам, будет не ниже, чем в прошлом. В пятницу ФСК ЕЭС опубликовала нейтральную с точки зрения долгового профиля отчетность за 2013 г. по МСФО... Чистый долг/ЕБИТДА не должен превысить 3,0. Общий и чистый долг выросли за полугодие на 28% и 29% соответственно. Чистый долг/ЕБИТДА увеличился до 2,4 против 2,0 в 1 п/г, что выше предварительной оценки, равной 2,7 благодаря росту ликвидной позиции более чем на 23% до 64 млрд руб., из которых 22 млрд руб. составляют денежные средства. Рост долговой нагрузки приближается к ковенантам, установленными рейтинговыми агентствами, и в дальнейшем должен быть ограничен внутрикорпоративным правилом по Чистый долг/ЕБИТДА не выше 3,0. В текущем году компания не планирует увеличивать долговой портфель, а новые заимствования возможны лишь в случае рефинансирования текущих обязательств. До конца года ФСК предстоит пройти две оферты объемом 25 млрд руб., на этом краткосрочные обязательства компании заканчиваются. В целом график погашений выглядит комфортным, а их пик приходится на 2047–2048 г. Мы прогнозируем Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 2,4–2,6. Среди облигаций эмитента привлекательно выглядят длинные выпуски ФСК-24 и FEES'19, предлагающие доходность выше 10%.</p>
БКС	=/-	<p><i>Перевод с английского</i> <u>Подтвержденное отсутствие дивидендных выплат и риск исключения из индекса MSCI перевешивают оказавшийся лучше ожиданий показатель ЕБИТДА.</u></p>
Велес Капитал	=	<p>Несмотря на «неденежный» убыток, <u>свободный денежный поток компании остается отрицательным.</u> Однако <u>руководство компании дало понять, что оно не исключает выплату промежуточных дивидендов уже и в этом году, что при таком объеме инвестиционной программы и отрицательном денежном потоке явно не сыграет на руку компании.</u> К тому же нельзя исключать вариант выпуска префов для финансирования инвестпрограммы.</p>
RMG	=	<p>Впечатляющий бумажный убыток ФСК за 2013г. По нашему мнению, <u>результаты ФСК ЕЭС в целом учтены в котировках акций компании, а обесценение активов положительно отразится на финансовом результате в 2014 г., т.к. приведет к значительному снижению амортизационных платежей, которые в 2013г. составили 57 млрд. руб. или 42.4% от операционных издержек компании.</u> Однако <u>в моменте мы осторожно относимся к бумагам компании:</u> в случае коррекции на российском рынке акции ФСК могут оказаться в лидерах падения.</p>
Промвязь-банк	=	<p>Полученный ФСК ЕЭС убыток обусловлен начислением резервов по сомнительным долгам, заморозкой тарифов и обесценением акций Интер РАО, находящихся на балансе компании. Ранее ФСК ЕЭС сообщало о получении в прошлом году убытка по РСБУ, который составил 25,9 млрд руб. <u>Вследствие полученных ФСК ЕЭС убытков как по РСБУ, так по МСФО, выплаты компанией дивидендов по итогам прошлого года мы не ждем.</u> Тем не менее, не исключаем выплату компанией в этом году промежуточных дивидендов, о величине которых говорить пока преждевременно.</p>
UFS	=/-	<p>ФСК ЕЭС: рекордный бумажный убыток (умеренно негативно) В целом отчет довольно неплохой, учитывая ситуацию, которая сложилась на рынке. Крупные неденежные списания были прогнозируемы, хотя масштаб их превысил наши ожидания. Выручка выросла, рентабельность по скорректированной ЕБИТДА осталась на высоком уровне 59%. На наш взгляд, крупные списания - это, в том числе, и сигнал правительству, которое по-прежнему надеется, что заморозка тарифов - это хорошая идея, и она не будет иметь негативных последствий. Тем не менее, <u>у инвесторов пока нет поводов для оптимизма, к тому же, долговая нагрузка компании выросла, что также неприятно.</u> Ситуация остается тяжелой, основные проблемы сетевых компаний по-</p>

		прежнему не решены, при этом планы по сокращению расходов выглядят внушительно, но пока есть сомнения в том, насколько они реализуемы. Мы оцениваем отчетность умеренно негативно для котировок ФСК ЕЭС.
<i>07 апреля – МРСК Центра провела телефонную конференцию по факту публикации отчетности по МСФО за 2013 год</i>		
ВТБ Капитал	=	Планы компании на 2014 год немного (в среднем на 6%) превышают наши расчеты, что главным образом связано с нашей более консервативной оценкой роста отпуска электроэнергии (мы ожидаем, что без учета «последней мили» рост будет нулевым) и результативности программы сокращения расходов (наш прогноз предполагает снижение расходов в реальном выражении на 2.5%). С учетом представленных планов компании акции МРСК Центра сейчас котируются с коэффициентом «P/E 2014п», равным 3х, что практически соответствует уровню других МРСК (исходя из наших прогнозов) и одновременно предполагает значительный (75%-й) дисконт к компаниям-аналогам других развивающихся рынков. Но даже несмотря на привлекательную дивидендную доходность, ожидаемую в 2014 (8.3% исходя из 25%-го коэффициента дивидендных выплат), мы не считаем акции компании дешевыми по следующим причинам: 1) мы видим вполне реальный риск разовых списаний (главным образом в связи с обесценением основных активов, как это было в случае ФСК и МРСК Урала в 2013), которые могут привести к уменьшению чистой прибыли, а следовательно и дивидендов; 2) согласно нашим прогнозам, в 2015–2017 чистая прибыль компании будет снижаться в среднем на 13% в год, в основном из-за постепенного уменьшения объема перекрестного субсидирования, включенного в тариф ВН1 (для бывших покупателей «последней мили»). По акциям МРСК Центра подтверждаем рекомендацию «продавать».
<i>09 апреля – Ленэнерго опубликовало отчетность по МСФО за 2013 год</i>		
Уралсиб Капитал	=	Инвестиционная программа Ленэнерго на 2014–2019 гг. запланирована в размере 188,8 млрд руб. (5,2 млрд долл.). По нашему мнению, <u>свободный денежный поток в результате в ближайшей перспективе может оказаться отрицательным</u> , в связи с чем долгосрочные перспективы дивидендных выплат остаются под угрозой. Однако за прошлый год компания может заплатить дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям при дивидендной доходности 3–3,5%.
<i>15 апреля – По информации Ведомостей, правительство обсуждает отмену одноставочного тарифа для предприятий, которые подключены к электростанциям напрямую</i>		
Уралсиб Капитал	+	Хорошая новость для региональных дочерних компаний. Совокупная годовая сумма платежей АвтоВАЗа, УАЗа и ГАЗа за распределение электроэнергии может вырасти на 765 млн руб. (21,5 млн долл.). <u>Новые правила пока не утверждены, однако может послужить катализатором роста котировок МРСК Центра и Приволжья и МРСК Волги, ЕВТДА которых в 2015 г. может в результате вырасти на 3% и 5% соответственно.</u>
<i>16 апреля – По сообщению газеты Коммерсант, совет директоров ФСК утвердил бизнес-план на 2014 год</i>		
ВТБ Капитал	=	С учетом разницы в 14 млрд руб. в оценке износа и амортизации между отчетностью компании по российским и международным стандартам утвержденные цифры предполагают чистую прибыль по МСФО на уровне 17–18 млрд руб. Это в точности соответствует нашей оценке, но на 27% ниже текущего консенсус-прогноза агентства Bloomberg. Однако есть риск, что чистая прибыль компании окажется ниже из-за дальнейшей переоценки доли в Интер РАО (рыночная капитализация последней с начала года упала на 27%, что на данный момент предполагает убыток от переоценки в 5.3 млрд руб.). Однако даже если чистая прибыль и составит ожидаемые 3.7 млрд руб., то в случае выплаты в качестве дивидендов 25% чистой <u>прибыли дивидендная доходность акций ФСК составит весьма скромные 1.1%</u> . В настоящее время наша рекомендация по акциям компании – «продавать». Главным негативным фактором с точки зрения инвестиционной привлекательности компании является неопределенность будущей динамики капиталовложений, тарифов и дивидендов.

<u>22 апреля – По информации Коммерсанта, Россети оценили выпадающие доходы из-за подключения к сетям льготных потребителей в 140 млрд руб. к 2018 году</u>		
БКС	=	<i>Перевод с английского</i> Озвученный объем выпадающих доходов может негативно сказаться на настроениях инвесторов в акции Россетей, однако за данной цифрой лежат главным образом внешние факторы, такие как замедление электропотребления и регуляторные решения по плате за техприсоединение.
Raiffeisen	=/-	<i>Перевод с английского</i> Мы полагаем, что эта новость служит еще одним подтверждением того, что модель регулирования, ориентированная на рост потребления, должна быть замерена моделью, нацеленной на повышение эффективности всей системы. В настоящий момент, на наш взгляд, это является одним из основных факторов, представляющих риск для будущих денежных потоков сетевых компаний. Опубликованная информация, скорее всего, станет лишь небольшой «ложкой дегтя» в и без того пессимистичной картине сетевого сектора.
<u>24 апреля – Россети представили отчетность по МСФО за 2013 год и провели телефонную конференцию</u>		
Deutsche Bank	+	<i>Перевод с английского</i> Скорректированная чистая прибыль выросла на 34% Россети опубликовали финансовые результаты за 2013 год, которые оказались выше нашего прогноза. Компания получила убыток в основном от обесценения основных средств. Тем не менее, скорректированный показатель чистой прибыли составил 34 млрд руб. (рост на 34 % по отношению к 2012 году), что существенно выше нашего прогноза. Мы напоминаем клиентам о том, что с прошлого года компания консолидирует в своей отчетности результаты ФСК ЕЭС, которые оказывают существенное влияние на результаты Группы. По нашим расчетам большая часть консолидированной выручки Группы Россети за 2013 год состоит из результата ФСК ЕЭС. Операционные расходы, капитальные затраты и баланс Подконтрольные операционные расходы выросли на 8%, что обусловлено, в том числе, подхватом функций гарантирующих поставщиков, которые компания временно осуществляла в 2013 году. Капитальные вложения составили 268 млрд руб., наблюдается небольшое снижение по сравнению с прошлым годом. Компания увеличила значение чистого долга на 33% по сравнению с прошлым годом, однако отношение Чистый долг/ЕБИТДА остается на управляемом уровне. Сети - дешевый актив для инвестирования Мы рассматриваем акции Россети и ДЗО как привлекательный актив для инвестирования, пересмотр инвестиционных программ положительно повлияет на цену бумаг компании, торгующихся на данный момент ниже номинала. В ближайшем будущем мы ожидаем пересмотр инвестиционных программ фактором роста акций, что касается долгосрочной перспективы, бумаги могут показать рост в результате приватизации или более жесткого контроля капитальных затрат.
JPMorgan	=	<i>Перевод с английского</i> Россети опубликовали нейтральные результаты за 2013 год. Мы сохраняем рекомендацию «underweight», поскольку в обозримом будущем мы не видим решения регуляторной проблемы. Тарифный дефицит в рамках текущего RAB-регулирования продолжает нарастать, что негативно сказывается на инвестиционной привлекательности сетевого сегмента, на наш взгляд. Отсутствие прогнозируемости дивидендов также негативно влияет на котировки акций компании.
Morgan Stanley	+	<i>Перевод с английского</i> Российские сети объявили финансовые результаты за 2013 год, выше консенсуса. Скорректированное значение ЕБИТДА соответствует нашим ожиданиям и сумме ЕБИТДА дочерних обществ, которые уже раскрыли МСФО или РСБУ отчетность за 2013. Консенсус остается на уровне 200 млрд руб., хотя данный консенсус может быть пересмотрен... В целом ситуация остается достаточно сложной, ввиду наличия значительного количества дестабилизирующих факторов. Мы отмечаем, что компания предпринимает меры для улучшения прибыльности. В ходе

		<p>конференции были озвучены позитивные векторы развития, однако мы сомневаемся, что Россети покажут значительный рост в ограниченных со стороны государства тарифных условиях.</p> <p><u>Несмотря на то, что торгуемая цена акций компании сейчас близка к заявленной нами как целевая, в более широком макроэкономическом аспекте рынок маловероятно изменит свое отношение к бумагам компании в ближайшем будущем.</u></p>
Открытие Капитал	=	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p><u>Мы оцениваем результаты как нейтральные, не смотря на то, что скорректированное значение EBITDA и чистая прибыль – выше нашего прогноза.</u> Мы прогнозируем слабую реакцию рынка на результаты ввиду отсутствия ясности относительного планов компании в части капитальных вложений на следующие 5 лет (мы ожидаем финальное утверждение инвестиционной программы не раньше августа 2014 года). Возможный катализатор роста бумаг, выплата дивидендов, по нашим оценкам, будет отложена до 2016 года. В настоящее время мы не видим причин для роста интереса инвесторов к бумагам компании.</p>
Raiffeisen	=	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p>- Результаты МСФО отчетности Россетей оказались под существенным давлением убытка от обесценения основных средств, о котором мы уже упоминали при анализе отчетности ФСК ЕЭС. Активы распределительного комплекса не были подвержены переоценке, и менеджмент не планирует ее проводить до 2017 года (окончание регуляторного периода для компаний, перешедших на RAB).</p> <p>- Компания планирует получить «сглаживание» тарифа для МРСК, относящееся к прошлым периодам. <u>Мы оцениваем возможность такого сглаживания как низкую и практически невозможную без полного пересмотра параметров регулирования.</u></p> <p>- Компания планирует снижать операционные затраты, что может уменьшить негативное влияние решений правительства, в т.ч. касающихся увеличения ставки налога на имущество. Тем не менее, <u>полная компенсация на наш взгляд невозможна без дополнительных регуляторных решений по данному вопросу.</u></p>
Sberbank CIB	=	<p><u>Скорректированная EBITDA на 18% выше нашего и на 16% выше консенсус-прогноза по версии Интерфакса.</u> Тем не менее, <u>результаты в меньшей степени влияют на динамику акций Россетей, как мы полагаем.</u> Ключевым фактором для акций является утверждение инвестпрограммы и подтверждение параметров RAB и возвращение объема сглаживания.</p>
Уралсиб Кэпитал	-	<p>Переоценка активов негативно отразилась на финансовых показателях. Российские сети представили финансовую отчетность за 2013 г. по МСФО. <u>Мы оцениваем результаты компании как слабые.</u> Хотя выручка Российских сетей возросла 16,5% год к году до 759,8 млрд руб. (23,8 млрд долл.), EBITDA и чистая прибыль ушли в минус в связи с убытками от переоценки активов вследствие неблагоприятного тарифного регулирования в секторе.</p> <p>Снижение рентабельности после корректировки на неденежные списания. Скорректированная EBITDA выросла на 10,3% год к году до 233,2 млрд руб. (7,3 млрд долл.), а скорректированная чистая прибыль сократилась на 5% и составила 74,0 млрд руб. (2,3 млрд долл.). Рентабельность по EBITDA и чистая прибыль снизились на 1,7 п.п. и 2,2 п.п. до 30,7% и 9,7% соответственно.</p> <p>Акционеры дочерних компаний могут получить привлекательные дивиденды. Российские сети – это подконтрольная государству холдинговая компания, отвечающая за надежность и инвестиции в отечественный энергораспределительный сектор, активы которого сильно изношены. Мы считаем, что вероятность хороших дивидендов от материнской компании довольно низкая, в то же время некоторые ее «дочки» могут предложить весьма привлекательную дивидендную доходность. В частности, дивидендная доходность акций МРСК Центра и Приволжья может составить 7,3% уже по итогам 2013 г.</p>
БКС	=	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p><u>Результаты выше ожиданий за счет временных факторов.</u> Получение финрезультата выше прогноза в значительной мере обусловлено временными факторами – прибылью от перепродажи электроэнергии, что не может рассматриваться как позитивный катализатор, особенно после подтверждения менеджментом отсутствия дивидендных выплат по итогам 2013 года.</p>

Велес Капитал	-	Списание убытков в связи с ухудшением экономики, а также сдерживанием тарифов <u>было ожидаемо в связи с подобными списаниями у дочерних компаний.</u> С другой стороны, признание подобных убытков затрудняет прогнозирование финансовых результатов компании. В частности, <u>это негативно для инвесторов, делающий акцент на дивиденды при инвестировании,</u> поскольку выплата акционерам в российской практике практически никогда не происходит, исходя из скорректированных результатов. Несмотря на это, ускорившийся рост операционных расходов не сыграет на руку компании.
RMG	=	Несмотря на значительный убыток и рост чистого долга, финансовые результаты компании вряд ли существенно повлияют на котировки акций, так как рынок сейчас больше сфокусирован на политических событиях на Украине.
Промсвязь-банк	-	<u>Умеренно негативные финансовые результаты компании были вызваны как общеэкономическим замедлением экономики и сокращением потребления электроэнергии, а также введением «сдерживающей» тарифной политики в РФ, так и внутрикорпоративными факторами – пересмотром долгосрочных прогнозных цен на электроэнергию в сторону уменьшения и очередной переоценкой основных средств.</u>

25 апреля – ФСК опубликовала отчетность по РСБУ за первый квартал 2014 года

Deutsche Bank	=	<i>Перевод с английского</i> ФСК опубликовала отчетность за 1 квартал 2014 года по РСБУ, <u>данные выглядят вполне солидно, прибыль увеличилась</u> (годом ранее был зафиксирован убыток)... Компания объясняет рост финпоказателей двумя факторами – 9,4%-ной индексацией тарифа с середины прошлого года и получением значительной платы за техприсоединение. <u>В то же время экономию издержек, на которую ФСК ссылается в сопутствующем пресс-релизе, сложно оценить по данным РСБУ, поскольку они не предоставляют подробной разбивки затрат.</u> Например, административные издержки выросли на 16% г/г. В то же время основные риски по-прежнему связаны с капитальными, а не с операционными затратами. Для компании существуют два основных «зла»: значительная инвестпрограмма и отсутствие дивидендов в связи с убытком. Инвестпрограмма работает на разрушение стоимости ФСК, а получение убытка используется менеджментом в качестве оправдания для невыплаты дивидендов. И хотя рост капзатрат является политически обусловленным явлением, находящимся, возможно, вне прямого контроля менеджмента, в то время как увеличение прибыли и дивидендов в большей степени находится в руках менеджмента, на наш взгляд, ФСК стоит сосредоточиться на обоих этих факторах.
---------------	---	--

30 апреля – ФСК опубликовала свои предложения для следующего периода RAB-регулирования

Sberbank CIB	=	Новое предложение по тарифам предполагает повышение тарифа на 21% каждый год с 1 июля в 2015-2019 годах для ФСК ЕЭС. Это значительно выше темпов роста среднего регулируемого тарифа электросетей (ФСК ЕЭС и МРСК) в 4,8% с 1 июля 2015 года и в 4,9% с 1 июля 2016 года, предусмотренных последними социально-экономическими прогнозами Минэкономразвития. Подразумеваемый годовой рост тарифа для ФСК ЕЭС составляет 10% в 2015 году (если тариф не будет повышен 1 июля 2014 года) и годовой рост в 21% в последующие годы. В результате уровень тарифа для ФСК ЕЭС почти на 8% выше нашего текущего прогноза на 2015 год, на 25% выше нашего прогноза на 2016 год и на 45% выше нашего прогноза на 2017 год. <u>Эта новость может улучшить отношение инвесторов к акциям компании, но мы не склонны делать далеко идущие выводы по двум причинам.</u> Во-первых, и это самое важное, это пока еще только предложение компании по тарифам (очень оптимистичное), а решение будет принимать правительство. В сложившихся условиях, как нам кажется, правительство может выступить против столь значительного повышения тарифов. Во-вторых, даже если стороны придут к компромиссу и государство согласится на более высокие темпы роста тарифов, чем в среднем прогнозирует Минэкономразвития, инвестпрограмма ФСК ЕЭС на 2014-2019 годы, представленная на утверждение в Минэнерго, составляет 676 млрд. руб. (включая НДС), что на 30% выше нашего текущего прогноза. Таким образом, <u>положительный эффект от более резкого роста тарифов, вероятно, будет сглажен негативным эффектом от существенного расширения инвестпрограммы.</u>
--------------	---	---