

**Публичное акционерное общество  
«Межрегиональная распределительная сетевая компания  
Центра»**

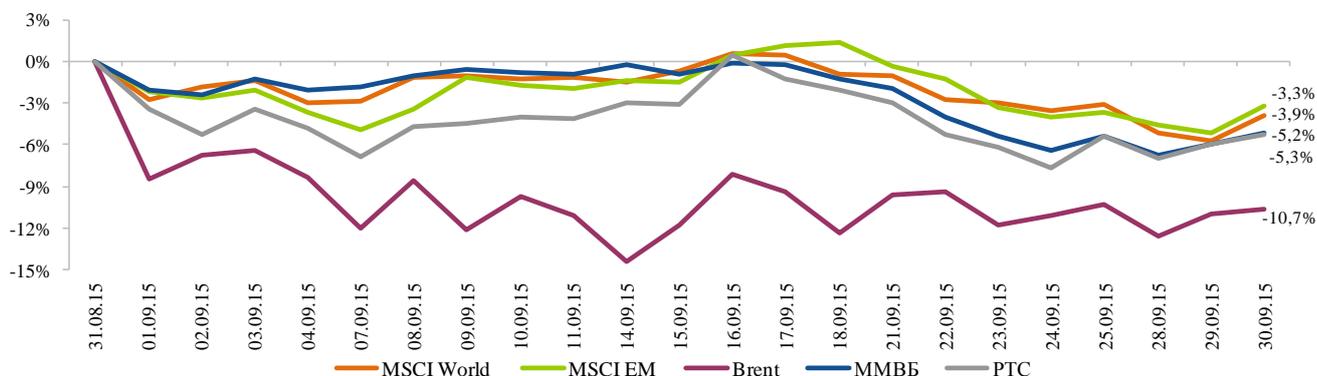


**Рынок акций ПАО «МРСК Центра»  
в сентябре 2015 года,  
прогнозы и рекомендации аналитиков  
по акциям  
ПАО «МРСК Центра»**

Москва, октябрь 2015 г.

## Международные и российский рынки акций

В сентябре индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM потеряли 3,9% и 3,3% соответственно.



Основным драйвером падения фондовых индексов стал рост опасений инвесторов в отношении перспектив мировой экономики, спровоцированный отказом ФРС от повышения процентной ставки и проблемами китайской экономики.

- Федрезерв сохранил процентную ставку в диапазоне 0-0,25%. Как заявила глава ЦБ, это решение было во многом вызвано волатильностью на мировых финансовых рынках, обусловленной состоянием китайской экономики и снижением цен на нефть.

Аналитики отметили, что американский ЦБ ухудшил прогнозы по ВВП в 2016-2017 гг. и инфляции в 2015-2017 гг., а руководители ФРС снизили долгосрочный прогноз процентных ставок с 3,8% до 3,5%, при этом кривая повышения ставок стала более плавной, чем предполагалось ранее. По мнению аналитиков, пишет агентство Bloomberg, это говорит о снижении способности американской экономики адаптироваться к циклам ужесточения денежно-кредитной политики.

Многие эксперты полагают, что повышение ставки было бы менее неприятным обстоятельством для рынков, чем усиление неопределенности после подобного решения ФРС. В Vanguard, в частности, отметили, что сформировался своего рода заколдованный круг – ФРС не может принять решения о повышении ставки из-за усиления волатильности на финансовых рынках, которая, в свою очередь, во многом объясняется ожиданиями действий ФРС и неопределенностью вокруг них.

В конце сентября рынки поддержало заявление главы Федрезерва о том, что американский ЦБ готов повысить ставку в 2015 году. По мнению аналитиков, это снижает опасения инвесторов в отношении глобальной экономики и сокращает неопределенность, усилившуюся после решения ФРС о сохранении ставки. Кроме того, эксперты обратили внимание на мягкую тональность заявлений главы ЦБ, которая в очередной раз дала понять, что подъем ставки будет постепенным.

В то же время, отмечают эксперты Всемирного банка, развивающиеся рынки в среднесрочной перспективе останутся под давлением неизбежности ужесточения ДКП ФРС. По оценкам ВБ, рост ставки ФРС на 1% приведет к оттоку капитала с развивающихся рынков в размере 2,2% их ВВП. При этом, подчеркивают в ВБ, даже ожидаемое событие может привести к шокам на фоне ухудшения экономической ситуации в этих странах и падения прибыльности компаний – по прогнозу ВБ, рост ВВП emerging markets в этом году будет самым низким с кризисного 2008 года.

На этом фоне сводный индекс валют развивающихся стран по отношению к доллару обновил исторический минимум, индекс MSCI EM опустился к 6-летним минимумам.

- В Китае продолжает публиковаться статистика, свидетельствующая об углублении проблем второй мировой экономики. По данным Caixin/Markit, деловая активность в перерабатывающей промышленности в сентябре снизилась до минимального уровня за последние 6,5 лет, в августе

падение чистой прибыли крупнейших промышленных предприятий стало максимальным с начала сбора данных в октябре 2011 года.

Эти данные, отметили эксперты, в очередной раз подтверждают тенденцию к замедлению темпов роста китайской экономики, что порождает сомнения в достижимости 7%-го показателя роста ВВП, запланированного правительством страны.

Впрочем, экономисты не склонны пока драматизировать ситуацию в экономике Китая. В частности, в агентстве Fitch считают очень маловероятной «жесткую посадку» в китайской экономике и ожидают продолжения смягчения кредитно-денежной политики и усиления роста до конца 2015 года. По оценкам Fitch, ВВП Китая в 2015 году увеличится на 6,5-7%, в 2016 году – на 6-6,5%.

Реагируя на сигналы замедления экономики, министерство финансов КНР сообщило, что власти страны намерены придерживаться «более решительной» бюджетной политики с целью стимулирования экономического роста, который, по их мнению, испытывает «понижающее давление». По данным агентства Синьхуа, власти Китая рассматривают возможность дополнительного финансирования инвестиционных проектов, которое может обеспечить совокупный инвестиционный потенциал в объеме 5-7 трлн юаней в ближайшие три года, или от 2,5% до 3,4% ВВП ежегодно.

Индекс ММВБ по итогам сентября потерял 5,2%, хуже динамики индексов MSCI World и MSCI EM. Дополнительным негативом для российского рынка стало падение цен на нефть – котировки Brent упали в сентябре на 11% из-за опасений роста избытка предложения на мировом рынке. В связи с этим Goldman Sachs снизил прогноз для стоимости Brent в 2016 году с ожидавшихся в мае \$62 до \$49,5. При этом эксперты не исключили падения цен на нефть до \$20 за баррель, если поставки превысят логистические мощности и емкость нефтехранилищ.

В конце сентября индекс ММВБ оказался под сильным давлением информации СМИ о том, что Минфин предложил изъять у нефтяной отрасли часть девальвационных доходов, повысив НДС и экспортные пошлины за счет использования при их расчете условного курса рубля к доллару, заниженного в сравнении с реальным курсом. В частности, за счет изменения расчета по НДС Минфин планировал увеличить доходы бюджета в 2016-2018 гг. на 1,6 трлн руб.

Однако уже через несколько дней СМИ сообщили, что предложения Минфина не получили поддержки в правительстве и были отправлены на доработку. Эти новости помогли рынку отыграть часть потерь, хотя неопределенность по этому вопросу сохраняется.

В целом насыщенный новостной фон сентября носил неоднозначный характер:

- Банк России сохранил ключевую процентную ставку на уровне 11,0% годовых, учитывая, говорится в сообщении, увеличение инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики. При этом регулятор, отмечает Интерфакс, вновь фактически не дал рынку сигналов относительно своих будущих действий по ставке, ограничившись заявлением, что решение будет зависеть от изменения баланса инфляционных рисков и рисков охлаждения экономики.

- По оценкам Минэкономразвития, падение ВВП РФ за январь-август составило 3,9%. При этом глава министерства, комментируя последний прогноз ЦБ по падению ВВП РФ в 2015 году на уровне 3,9-4,4%, допустил, что падение ВВП может оказаться выше текущего прогноза Минэкономразвития (-3,6%) и составить около 3,9%.

- ЦБ РФ представил проект Основных направлений денежно-кредитной политики на 2015 год и 2016-2018 гг., который содержит три сценария развития экономики – базовый, оптимистичный и рисковый. Базовый прогноз исходит из средней цены на нефть в \$50 за баррель в последующие три года, оптимистичный – предполагает рост цен в 2016-2018 гг. до \$60, \$70 и \$75 за баррель соответственно, в рисковый сценарий заложены цены на уровне \$40 или ниже на все три года.

В 2016 году, согласно базовому сценарию, ВВП снизится на 0,5-1,0%, в оптимистичном сценарии – вырастет на 0-0,5%, в рисковом – упадет на 5% и более. Кроме того, в обновленном

Управление по взаимодействию с акционерами ПАО «МРСК Центра», октябрь 2015 г.

базовом сценарии ухудшена оценка снижения ВВП РФ в 2015 году – до 3,9-4,4% с ранее ожидавшихся 3,2%.

- Минэкономразвития второй раз за неполный месяц пересмотрело социально-экономический прогноз до 2018 года. Как отметили в Коммерсанте, прогноз на 2016 год, на основе которого будет строиться бюджет, впервые выглядит приближенным к наблюдаемой экономической реальности. В него заложены цена нефти в \$50 за баррель, рост ВВП на 0,9%, близкий к нулевому рост реальных доходов населения, промпроизводства, оборота розницы и небольшой спад экспорта.

Прогноз по снижению ВВП в 2015 году был ухудшен до 3,6% в сравнении с ожидаемым в августе сокращением на 3,3%. При этом в Минэкономразвития, пишет Коммерсант, полагают, что «нефтяной шок» еще не завершился – в базовом сценарии стоимость нефти в четвертом квартале учитывается на уровне \$38,7 за баррель.

- По данным Росстата, в августе промпроизводство снизилось на 4,3% г/г, инвестиции в основной капитал – на 6,8%, оборот розничной торговли – на 9,1%, реальные доходы населения – на 4,9%, средняя зарплата – на 9,8%. При этом СМИ обратили внимание на возобновление снижения промпроизводства, очищенного от сезонного и календарного факторов – в августе оно составило 0,3% после нулевой динамики в июле. Таким образом, эти данные не оправдали ожиданий Минэкономразвития по росту этого показателя уже в августе. Впрочем, пишет Интерфакс, в этой статистике в министерстве не видят сигналов к ухудшению ситуации в промышленности, предполагая, что *«некоторое оживление произойдет в конце этого года»*.

- По данным Росстата, инфляция с 15 по 21 сентября составила 0,2%, с начала года выросла до 10,3%, в годовом выражении осталась на уровне 15,8%.

По итогам года в Минфине ожидают инфляцию на уровне 12,2%, в ЦБ – в диапазоне 12-13%. Официальный прогноз Минэкономразвития предполагает рост цен на 11,9%, но в министерстве отмечали, что инфляция может превысить 12%. Консенсус-прогноз, подготовленный Интерфаксом, предполагает годовой рост цен на 12,3%.

- По данным исследования Markit, индекс PMI обрабатывающих отраслей РФ в августе составил 47,9 пункта против 48,3 пункта в июле, индекс PMI сферы услуг – 49,1 пункта против 51,6 пункта в июле. В результате композитный индекс также упал ниже пороговой отметки 50 пунктов и составил 49,3 пункта против 50,9 пункта в июле.

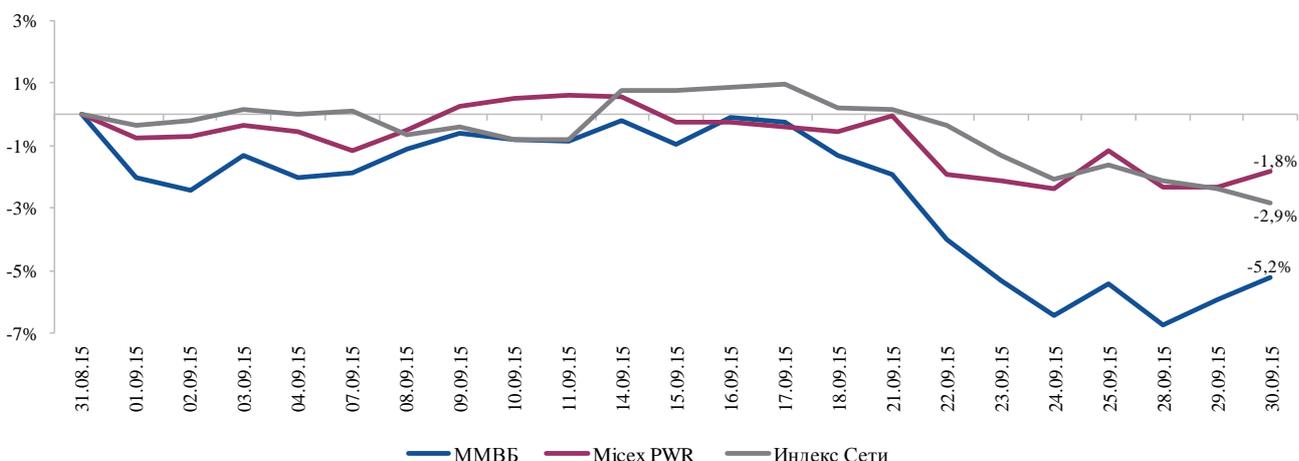
- Агентство Fitch будет сохранять рейтинг России в категории «инвестиционных» до тех пор, пока долговая нагрузка страны является низкой, заявил старший директор Fitch по суверенным эмитентам. При этом эксперт позитивно оценил меры монетарной политики, предпринятые в РФ в ответ на кризис. Необходимо отметить, что незадолго до этого глава департамента суверенных рейтингов агентства Fitch заявил, что кредитный рейтинг России находится под давлением.

- Агентство S&P прогнозирует снижение ВВП России в 2015 году на 2,6%, отмечая высокие риски ухудшения прогноза. В 2016 году S&P ожидает рост российской экономики на 1,9%. В 2015-2018 гг., по оценке экспертов, средний темп роста ВВП РФ составит 0,5%. При этом, говорится в обзоре, риски, связанные с экономической и политической изоляцией России, могут иметь долгосрочный характер, что может оказать негативное влияние на развитие и диверсификацию экономики.

- Агентство Fitch ожидает снижения ВВП РФ в 2015 году на 3,5-4% и небольшого роста экономики в 2016 году – в диапазоне 0-0,5%, исходя из цены нефти в следующем году на уровне \$60 за баррель.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Динамика отраслевого индекса МисехPWR, завершившего сентябрь снижением на 1,8%, выглядела лучше динамики индекса ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, снизился на 2,9%.



Меньшие потери индекса МисехPWR в сентябре в сравнении с индексом ММВБ были обусловлены 15%-м ростом акций РусГидро на ожиданиях решения тарифных проблем энергетики Дальнего Востока.

В целом новостной фон для сектора носил нейтральный характер:

- Президент РФ в конце сентября поручил подготовить предложения по компенсации потерь, возникающих от снижения тарифов на электроэнергию на Дальнем Востоке до инвестиционно привлекательного уровня. Как уточняет Коммерсант, до 16 октября Минвостокразвития и Минэкономики должны рассчитать инвестиционно привлекательные тарифы на электроэнергию по каждому региону на Дальнем Востоке, ФАС и Минэнерго – определить экономически обоснованные тарифы, которые учитывают затраты энергокомпаний на эксплуатацию оборудования. Минэнерго предстоит до конца октября обобщить полученную информацию и рассчитать рост цен на электроэнергию в ценовых зонах оптового рынка, необходимую для компенсации снижения цен на Дальнем Востоке.

В начале сентября замглавы Минэнерго В.Кравченко в интервью «Россия сегодня», пишет Коммерсант, впервые официально подтвердил информацию о том, что правительство обсуждает вариант компенсации долгосрочных инвестиционных тарифов на Дальнем Востоке за счет роста цены в первой и второй ценовых зонах оптового рынка электроэнергии. По его словам, новые тарифные параметры поручено проработать по итогам совещания у помощника президента РФ А.Белосува, которое состоялось в конце августа. Предложения по тарифам представляли Минвостока и РАО ЭС Востока.

По информации НП «Сообщество потребителей электроэнергии», которое обратилось с письмом к вице-премьеру А.Дворковичу, Минвостока предлагает субсидировать энерготарифы для всех категорий потребителей на Дальнем Востоке на сумму более 100 млрд руб. ежегодно. Из этой суммы 22,5-32 млрд руб. предлагается направить на снижение тарифов, 15,4 млрд руб. – на компенсацию разницы между фактическим и экономически обоснованным уровнем (сейчас разница субсидируется из бюджета) и еще 63 млрд руб. в год в течение десяти лет – на модернизацию энергообъектов.

Эти субсидии предлагается заложить в регулируемой надбавке к цене мощности ГЭС РусГидро на оптовом рынке, что по оценке потребителей, приведет к росту конечных цен на оптовом рынке электроэнергии на 4,3-4,7%.

Впрочем, сообщают СМИ, не все ключевые ведомства поддерживают эти планы. В частности, пишет Коммерсант, Минэкономразвития против надбавки в опте и предлагает субсидировать только новые энергоёмкие производства в ТОР за счет федерального бюджета, который

*«наполняется большими дивидендными выплатами РусГидро».* Кроме того, по информации ПРАЙМ, Минфин также не поддерживает предложение Минвостока субсидировать энерготарифы в ДФО, считая его экономически необоснованным.

- Замминистра энергетики В.Кравченко сообщил, что КОМ-2016 пройдет с 15 по 30 октября. Как напоминает Интерфакс, будущий КОМ впервые пройдет по модели с «эластичным спросом», которая предполагает зависимость объема отобранной мощности от сложившейся цены. В декабре по новой модели будут отобраны мощности на три года сразу – 2017-2019 гг.

При этом, по информации Коммерсанта, Минэнерго предлагает обязать владельцев ГЭС в Сибири – РусГидро и Евросибэнерго – указывать на КОМ-2016 располагаемую мощность не ниже чем в прошлом году. В пояснительной записке к правке, предложенной замглавы Минэнерго В.Кравченко на последнем заседании наблюдательного совета НП «Совет рынка», говорится, что регламент позволяет участникам рынка существенно занижать объемы своей дешевой мощности, что приводит к росту цены для потребителей. Поэтому к участию в отборе предлагается допускать ГЭС только при условии сохранения прошлогодних объемов в заявке.

Для искусственного завышения цены КОМа до максимальной поставщикам достаточно, например, уменьшить объем мощности в заявках на 1,9 МВт, считают в НП «Сообщество потребителей энергии», а возможное манипулирование, по оценкам НП, приведет к росту совокупного платежа в Сибири не меньше чем на 4 млрд руб. в год. При этом энергетики не должны нести потери от уменьшения заявок: по мнению источника Коммерсанта на рынке, ГЭС легко «отобьют» небольшое снижение мощности в КОМе за счет более высокой цены отбора и высокой маржинальности на рынке электроэнергии.

- По информации Коммерсанта, статус «вынужденной» генерации в рамках КОМ на 2016-2019 гг. могут получить 13 ГВт мощности – 8 ГВт необходимы энергосистеме, еще 5 ГВт – для теплоснабжения потребителей. При этом, отмечает газета, несмотря на то, что объем «вынужденной» генерации сократился на 5,4 ГВт в сравнении с 2015 годом, дополнительная нагрузка на потребителей оптового энергорынка из-за «вынужденной» генерации может составить более 20 млрд руб. в год.

Фактически прежний большой объем «вынужденной генерации» и почти весь ее избыток, констатировали в Газпромбанке, вернулся на рынок, хотя целью долгосрочного отбора мощности было именно его сокращение за счет покрытия большего спроса с меньшей ценой.

- Глава ФАС заявил, что служба не будет предлагать нулевую индексацию тарифов монополий в 2016 году, но будет настаивать на принципе «инфляция минус». По его словам, глубина минуса *«зависит от того, как сами компании напишут свои программы, потому что без программ экономии, без совершенствования того, что они делают по госзакупкам и инвестициям, без программ избавления от непрофильных активов мы не будем склонны говорить вообще об индексации».* *«Наша позиция тогда будет сверхжесткой»*, - заявил И.Артемьев.

В Минэкономразвития, сообщил Интерфакс, разделяют такой подход ФАС к тарифообразованию *«как с точки зрения макроэкономической ситуации, так и в связи с необходимостью существенного повышения эффективности деятельности естественных монополий».*

- Газета Коммерсант сообщила, что Минэкономразвития подготовило новые, более консервативные предложения по тарифам монополий. В частности, в 2016 году для повышения электросетевых тарифов уже нет диапазона 7,5-11%, в новой версии индексация составит 7,5%, тарифы на газ для промышленности предлагается повысить на 5% вместо планировавшихся 7,5%. В 2017-2018 гг. рост тарифов на газ для промышленности и тарифов электросетевых компаний составит 7% и 6,2% соответственно. Для населения темпы роста этих тарифов будут на 1 п. п. выше.

*«В случае реализации еще одно снижение предложенного роста тарифов станет умеренно негативным событием для сетей и косвенно повлияет на генкомпании»*, - отметили в БКС.

- В Fitch полагают, что бюджетные дефициты и растущая инфляция могут потребовать от российского правительства более взвешенно подходить к расходам государственных энергетических и транспортных компаний, что может обусловить более низкие субсидии и тарифы.

Стабильно высокая инфляция в сравнении с предыдущими годами, отмечается в обзоре Fitch, может привести к решению правительства сократить или заморозить некоторые из тарифов естественных монополий, как это было в 2014-2015 гг.

По оценке экспертов, влияние политики сдерживания тарифов на компании тепловой электрогенерации будет ограниченным, поскольку *«ценовые параметры по соглашениям о предоставлении мощности, которые в большинстве случаев обеспечивают наибольшую долю EBITDA этих компаний, не изменились»*.

В то же время, отмечают аналитики, *«показатели кредитоспособности сетевых энергетических компаний ... могут оказаться под давлением, если компании не будут применять жесткие меры по сдерживанию затрат и сокращать капвложения»*.

В Fitch полагают, что энергокомпании РФ имеют определенный запас прочности для дальнейшего сокращения или откладывания капвложений в расширение деятельности в краткосрочной перспективе, в особенности ввиду экономического спада в России, когда потребление электроэнергии существенно ниже ожидавшегося ранее. Однако, говорится в обзоре Fitch, *«в среднесрочной перспективе российским энергетическим компаниями будет необходимо продолжать инвестиции, чтобы заменять и модернизировать во многих случаях существенно изношенные активы, и эти потребности необходимо покрывать за счет адекватных тарифов или привлекательного рыночного финансирования»*.

Эксперты агентства видят значительный потенциал повышения операционной эффективности во всех российских энергетических компаниях в госсобственности. При нынешней ситуации в российской экономике, полагают в Fitch, правительство и менеджмент компаний могут сфокусировать внимание на этом вопросе, что было бы позитивным для кредитных профилей компаний.

- По информации СМИ, НП «Совет рынка» начал обсуждение с производителями и потребителями электроэнергии возможности изменения механизма штрафных санкций для генкомпаний, просрочивших ввод ДПМ-объектов.

Всего было предложено четыре варианта. В первом варианте штрафы сохраняются, при этом решения по отсрочке штрафов больше приниматься не будут. Второй вариант предусматривает централизованный отказ от штрафов и сокращение периода оплаты по ДПМ на время опоздания ввода ДПМ-объекта. В третьем варианте расширяется перечень уважительных причин, избавляющих от штрафа, в четвертом – сдвигаются сроки ввода ДПМ-объектов с сохранением 10-летнего периода оплаты.

Обсуждение проблемы только началось, и участники процесса, сообщают СМИ, пока далеки от консенсуса. В НП «Совет производителей энергии» единой позиции по предложениям Совета рынка пока не выработали. В НП «Сообщество потребителей энергии» считают, что надо либо оставить все как есть, либо сделать изменение условий ДПМ взаимовыгодным – например, речь может идти о снижении доходности по ДПМ или отказе от «ненужных» проектов.

Минэнерго, заявил замминистра А.Текслер, согласно с возможным централизованным переносом сроков вводов ДПМ-объектов без штрафов, учитывая большой объем вынужденной генерации.

- По данным Системного оператора, потребление электроэнергии в августе в России и ЕЭС России снизилось на 0,2%, до 77,3 и 75,3 млрд кВт.ч соответственно. Выработка в России и ЕЭС России в августе увеличилась на 1,1%, до 78,7 и 77,2 млрд кВт.ч соответственно.

За восемь месяцев 2015 года потребление электроэнергии в России выросло на 0,2%, до 674,8 млрд кВт.ч, в ЕЭС России – снизилось 0,1%, до 656,4 млрд кВт.ч. Выработка электроэнергии в

России и ЕЭС России в январе-августе выросла на 0,9% и 0,8%, до 683,6 и 668,8 млрд кВт.ч соответственно.

- По данным Росстата, производство электроэнергии в РФ в январе-августе выросло на 1,1% г/г, до 692 млрд кВт.ч. АЭС и ТЭС увеличили производство на 11% и 0,7%, до 130 и 449 млрд кВт соответственно, производство ГЭС снизилось на 7,1%, до 113 млрд кВт.ч. В августе выработка выросла на 1% г/г, в сравнении с июлем – на 1,9%.

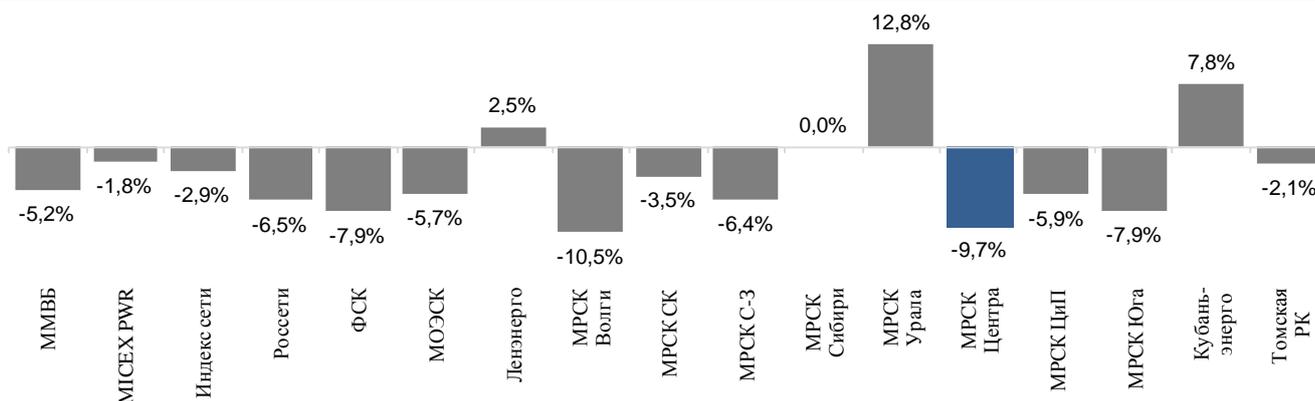
- По информации Интерфакса, торги по реализации банком ВТБ заложенного имущества через Московскую биржу, назначенные на 29 сентября, были признаны несостоявшимися в связи с отсутствием заявок. Пресс-служба ВТБ сообщила, что банк проведет повторный аукцион по продаже акций ряда энергокомпаний 29 октября 2015 года, при этом начальная цена будет снижена на 15%.

Как напоминает Интерфакс, ВТБ планировал продать через биржу акции ряда энергетических компаний с начальной ценой лота – 15,05 млрд рублей. Таким образом, на аукционе 29 октября начальная цена лота должна составить около 12,8 млрд руб.

Как отметили в Велес Капитале, портфель ВТБ, несмотря на почти процентный рост его рыночной цены с момента объявления информации о продаже, по-прежнему оценивается выше рынка на 5%. Кроме того, в нем много неликвидных бумаг, что является дополнительным сдерживающим фактором для потенциальных покупателей. *«Даже если будут проведены дополнительные аукционы, то почти со 100% вероятностью они также будут чисто техническими – без выставления заявок. Поэтому в конечном счете все сводится к переходу акций в собственность ВТБ и последующей распродажей по частям»*, - полагают аналитики.

	Начальная цена	Цена по рынку	Число акций	Всего акций в АК	Доля в АК	Премия к рынку (Дисконт)	Начальная цена лота	Средний объем дневного оборота	Число дневных объемов в пакете
РусГидро	0,7114	0,61	6 797 637 554	386 255 464 890	1,76%	16,6%	4 835 839 356	269 283 785	18
Интер РАО ЕЭС	0,8999	1,065	902 375 843	104 400 000 000	0,86%	(15,5%)	812 048 021	75 925 965	11
Мосэнерго	0,8564	0,82	644 865 383	39 749 359 700	1,62%	4,4%	552 262 714	26 030 022	21
Э.ОН Россия	2,4884	2,687	1 971 880 869	63 048 706 145	3,13%	(7,4%)	4 906 828 354	69 323 446	71
ТГК-1	0,006501	0,004165	84 982 238 120	3 854 341 416 571	2,20%	56,1%	552 469 530	5 180 821	107
ФСК	0,05478	0,0594	21 328 890 694	1 274 665 323 063	1,67%	(7,8%)	1 168 396 632	99 611 153	12
Российские сети	0,519	0,4255	2 087 333 600	161 078 853 310	1,30%	22,0%	1 083 326 138	86 063 737	13
МРСК Центра	0,3497	0,1995	612 667 727	42 217 941 468	1,45%	75,3%	214 249 904	3 947 062	54
Энел Россия	1,0294	0,761	102 474 761	35 371 898 370	0,29%	35,3%	105 487 519	4 841 437	22
Ленэнерго	2,693	2,63	25 436 027	112 697 817 043	0,02%	2,4%	68 499 221	1 681 599	41
Ленэнерго п	15,403	12	26 748 394	1 658 814 839	1,61%	28,4%	412 005 513	855 734	481
МРСК Урала	0,06005	0,0759	1 500 000 000	87 430 485 711	1,72%	(20,9%)	90 075 000	596 828	151
МРСК Волги	0,02522	0,0196	2 010 000 000	178 577 801 146	1,13%	28,7%	50 692 200	1 175 147	43
МРСК Центра и Приволжья	0,10507	0,0642	1 420 000 000	112 697 817 043	1,26%	63,7%	149 199 400	1 207 190	124
ТГК-14	0,001417	0,001265	18 643 682 372	1 357 945 609 114	1,37%	12,0%	26 418 098	102 389	258
ТГК-2	0,000876	0,00108	24 918 475 865	1 458 401 856 250	1,71%	(18,9%)	21 828 585	632 989	34
<b>Общая стоимость лота, руб.:</b>							<b>15 049 626 185</b>		
<b>Цена пакета ликвидных бумаг, руб.</b>							<b>13 358 701 216</b>		
<b>Доля ликвидных бумаг</b>							<b>88,8%</b>		
<b>Доля неликвидных бумаг</b>							<b>1 690 924 969</b>		

## Рынок акций электросетевых компаний



Акции компаний электросетевого сегмента завершили сентябрь преимущественным снижением на неоднозначном новостном фоне в условиях общего ухудшения настроений на российском рынке.

Помимо тарифных новостей, представленных выше, из информации сентября для сектора можно отметить следующие сообщения:

- По информации Интерфакса, Минэнерго разработало регуляторные изменения для создания возможности лишения статуса субъекта ОРЭМ гарантирующих поставщиков за задолженность перед сетевыми компаниями. Как пояснили Интерфаксу в Минэнерго, «следствием лишения статуса субъекта оптового рынка является лишение статуса ГП».

Сбытовые компании, сообщает агентство, выступили против предлагаемых изменений и направили соответствующее письмо в Минэнерго. В частности, отмечается в письме, объективная задолженность за услуги по передаче отсутствует, ее величина часто оспаривается сторонами. Кроме того, у ГП есть встречные претензии к сетям – например, сами сети не всегда оплачивают электроэнергию, приобретенную для компенсации потерь, в договорные сроки.

- По данным Коммерсанта, Минэкономразвития для сдерживания роста тарифов электросетевых компаний предлагает сократить их инвестпрограммы на 30-50% – об этом говорится в проекте обновленного макропрогноза социально-экономического развития до 2018 года. Также министерство предлагает снизить удельные инвестиционные издержки сетей на 30%, удельные операционные – на 17%, а потери в сетях – на 11% к 2017 году относительно 2012 года, как этого требует стратегия развития сетевого комплекса. При этом тарифы сетей предлагается индексировать лишь на 7%, что соответствует прогнозируемому уровню инфляции в 2016 году.

Эксперты отметили сдержанный позитив этой новости для электросетевых компаний.

*«Новость о возможном сокращении инвестиций в Россетях может поддержать котировки материнской и дочерних компаний холдинга. Однако в краткосрочной перспективе мы не ожидаем высокого интереса инвесторов к акциям сетевых компаний вследствие низких уровней дивидендных доходностей»*, - в частности, отметили в Газпромбанке.

- Индексный провайдер Market Vectors Index Solutions по итогам сентябрьской ребалансировки индексов исключил из Market Vectors Russia Index (MVRSX) бумаги 13 компаний, в том числе ФСК и Россетей. По оценке аналитиков БКС и ВТБ Капитала, это приведет к оттоку из этих акций \$4 и \$3 млн соответственно.

### **ФСК**

- Менеджмент ФСК провел встречу с аналитиками, по итогам которой эксперты обратили внимание на два основных аспекта: (а) инвестпрограмма в 2015-2019 гг. может быть сокращена до 400 млрд руб. с 563 млрд руб. по действующему варианту, (б) дивиденды по итогам 2015 года могут составить 25% от скорректированной чистой прибыли компании по РСБУ или 1,7-1,8 млрд руб.

Несмотря на формальный позитив новости о сокращении инвестпрограммы, в БКС сообщили, что новая версия среднесрочной программы капзатрат все же более чем на 20% превышает план, озвученный менеджментом ФСК в июне – 326 млрд руб.

По оценкам экспертов, дивидендная доходность акций ФСК по итогам 2015 года не превысит 2-2,3%. При этом аналитики отметили, что дивидендные выплаты могли бы увеличиться до 5 млрд руб., если бы ФСК рассчитывала их из прибыли по МСФО. Однако, сообщили в ФСК, Россети пока не требуют от дочерних компаний перехода на расчет дивидендов от чистой прибыли по МСФО.

Эксперты в целом нейтрально прокомментировали проведенную встречу. *«Хотя мы приветствуем открытость менеджмента, встреча не принесла каких-либо новых сигналов, которые могли бы изменить инвестиционный кейс компании»,* - отметили в БКС, подчеркнув, что *«хотя новая программа капзатрат предполагает позитивные изменения в среднесрочном FCF, это вряд ли сможет обеспечить высокие дивиденды, пока не будет изменена формула расчета дивидендов».*

- S&P подтвердило рейтинг ФСК на уровне «BB+», прогноз – «негативный». *«Подтверждение рейтингов отражает наше мнение о том, что собственная кредитоспособность компании остается неизменной (характеристика собственной кредитоспособности – SACF – сохраняется на уровне "bb+"), при том, что мы считаем «очень высокой» вероятность получения компанией своевременной и достаточной экстренной поддержки от правительства Российской Федерации в случае необходимости»,* - говорится в сообщении S&P.

Эксперты отмечают, что компания согласовала сокращенную инвестиционную программу на период с 2015 по 2019 гг., в рамках которой ежегодные расходы составляют порядка 80 млрд рублей (60-150 млрд рублей в год в 2010-2014 гг.).

*«Мы думаем, что эти инвестиции будут в основном покрыты за счет внутренних денежных потоков при очень умеренных объемах новых заимствований»,* - говорится в пресс-релизе. В S&P также отмечают, что ФСК планирует получить доступ к средствам ФНБ для финансирования проектов энергоснабжения БАМа и Транссиба.

- Интерфакс сообщил, что ФСК изменила структуру заявки на финансирование строительства электросетевой инфраструктуры для БАМа и Транссиба из ФНБ.

По информации Интерфакса, проект по-прежнему состоит из трех этапов. Но в рамках реструктурирования стоимость реализации первого этапа увеличилась с 57 до 91,48 млрд руб. Из них 36,59 млрд руб. планируется получить из ФНБ, что составляет предел по возможному привлечению средств из этого источника (40%). При этом раньше предполагалось привлечь из ФНБ на первый этап лишь 23 млрд руб.

Стоимость второго этапа снизилась с 53,439 млрд руб. до 20,95 млрд руб., они будут профинансированы из инвестпрограммы компании. При этом ранее ФСК предполагала привлечь 40 млрд руб. на этот этап либо из ФНБ, либо из ВЭБа, а из собственной программы профинансировать только 11 млрд руб.

Третий этап остался без изменений: строительство пяти энергообъектов стоимостью 15,9 млрд руб. будут обеспечены инвестпрограммой ФСК.

- ФСК планирует в конце октября – начале ноября приступить к реализации проекта по строительству сетевой инфраструктуры до строящегося Быстринского ГОКа. Как сообщалось ранее, протяженность ЛЭП должна составить около 230 км, стоимость проекта оценивалась примерно в 8 млрд рублей.

### **МРСК/РСК**

- Вице-губернатор Петербурга И.Албин сообщил, что Ленэнерго, Санкт-Петербургские электрические сети, Петродворцовая электросеть и Курортэнерго в рамках консолидации энергосетевых активов Петербурга могут перейти на единую акцию в 2017 году. *«Это законодательство, мы не можем его изменить, идем в жестких рамках того*

законодательства, которое позволяет нам проводить консолидацию энергоактивов в данной ситуации», - заявил И.Албин.

• МРСК Центра увеличила объем капвложений в рамках инвестиционной программы на 2015 год на 7,5%, до 14,4 млрд руб. «Необходимость корректировки возникла по причине учета результатов утверждения инвестиционной программы в органах исполнительной власти регионов присутствия, а также включения дополнительных объектов в рамках концессионного соглашения с администрацией Тамбовской области», - отмечается в пресс-релизе.

В отчетном периоде Газпромбанк возобновил аналитическое покрытие электросетевых компаний. Всем акциям анализируемых компаний была установлена рекомендация «по рынку», целевая стоимость находится в диапазоне от -11% до +17% к текущим ценам.

Эксперты представили в целом нейтральный взгляд на сектор в условиях слабой макроэкономики, сокращения спроса на электроэнергию, роста инфляции, тарифных рисков, низких дивидендных выплат и отсутствия планов по приватизации МРСК:

- В 2015 году аналитики ожидают снижения энергопотребления с последующими невысокими темпами его восстановления – в среднем 0,7% до 2020 года.

- Порядка 67% операционных расходов сетевых компаний растут из-за ускорения темпов инфляции.

- По оценке аналитиков, следствием высокой инфляции должен стать среднегодовой рост тарифов на передачу электроэнергии на 9,1%. Однако, отмечается в обзоре, надежды на значительное увеличение тарифов могут не сбыться. При этом замедление темпов роста тарифов на 1% может привести к снижению выручки компаний на 0,7%, а EBITDA – на 2,0%.

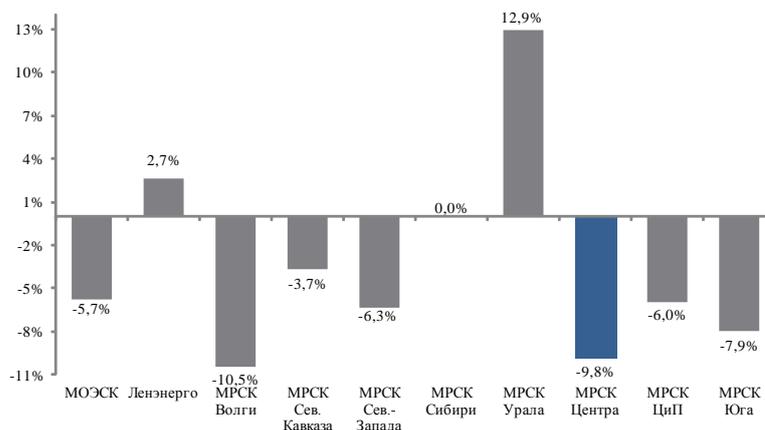
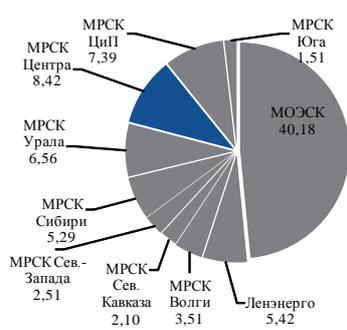
- Исходя из дивидендных выплат на уровне 25% от чистой прибыли по РСБУ, аналитики оценивают дивидендную доходность компаний сектора в диапазоне 2-8%.

- Планируемая приватизация ДЗО Россетей была одним из ключевых катализаторов роста акций электросетевого сектора. Однако на фоне обострения геополитических трений и усиления роли государства в экономике, процесс приватизации был приостановлен. Все крайние сроки приватизации МРСК уже прошли, а новые даты еще не были озвучены.

Среди позитивных факторов для сектора аналитики отмечают гибкость менеджмента в отношении инвестиционной программы – ее объемы могут быть скорректированы в соответствии с меняющейся обстановкой, и меры, предпринимаемые для повышения эффективности операционной деятельности.

Комментарии аналитиков по новостям электросетевого сектора представлены в Приложении.

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

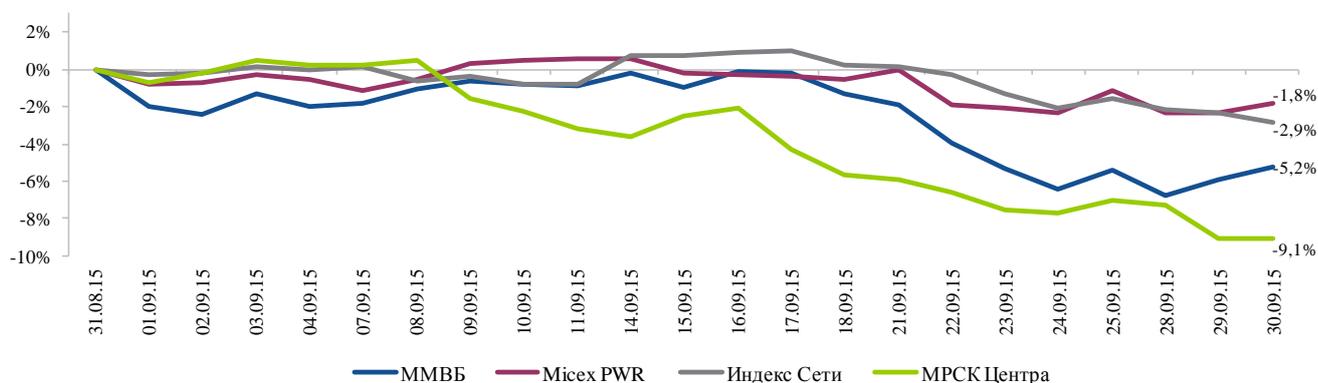


Значения капитализации МРСК в последний день отчетного и предшествующего периодов (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц
	31 августа 2015	30 сентября 2015	
МОЭСК	42,6	40,2	-5,7%
Ленэнерго	5,3	5,4	2,7%
МРСК Волги	3,9	3,5	-10,5%
МРСК Северного Кавказа	2,2	2,1	-3,7%
МРСК Северо-Запада	2,7	2,5	-6,3%
МРСК Сибири	5,3	5,3	0,0%
МРСК Урала	5,8	6,6	12,9%
МРСК Центра	9,3	8,4	-9,8%
МРСК Центра и Приволжья	7,9	7,4	-6,0%
МРСК Юга	1,6	1,5	-7,9%

## Рынок акций ПАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили сентябрь снижением стоимости на 9,1% по ценам закрытия на Московской бирже – хуже индексов ММВБ и отраслевого MicexPWR, закончивших месяц снижением на 5,2% и 1,8% соответственно.



Акции МРСК Центра, как и бумаги большинства распределительных компаний находились под давлением продаж на фоне ухудшения отношения инвесторов к этим активам.

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	4 235	306 180 000	64,96

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+основные режимы) оборот по акциям МРСК Центра в отчетном периоде составил 306 180 000 шт., или 0,7% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам по сравнению с предыдущим месяцем увеличился в 1,3 раза, при этом количество сделок уменьшилось в 1,03 раза. Среднедневной оборот торгов составил около 13,9 млн шт. – в 1,2 раза выше показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> на Московской бирже в сентябре не изменился и составил 0,47%. Максимальный спрэд в отчетном периоде достигал 0,74% (28 сентября), а минимальное значение спрэда составило 0,22% (03 сентября).

<sup>1</sup> Спрэд рассчитан как (ask/bid-1)

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

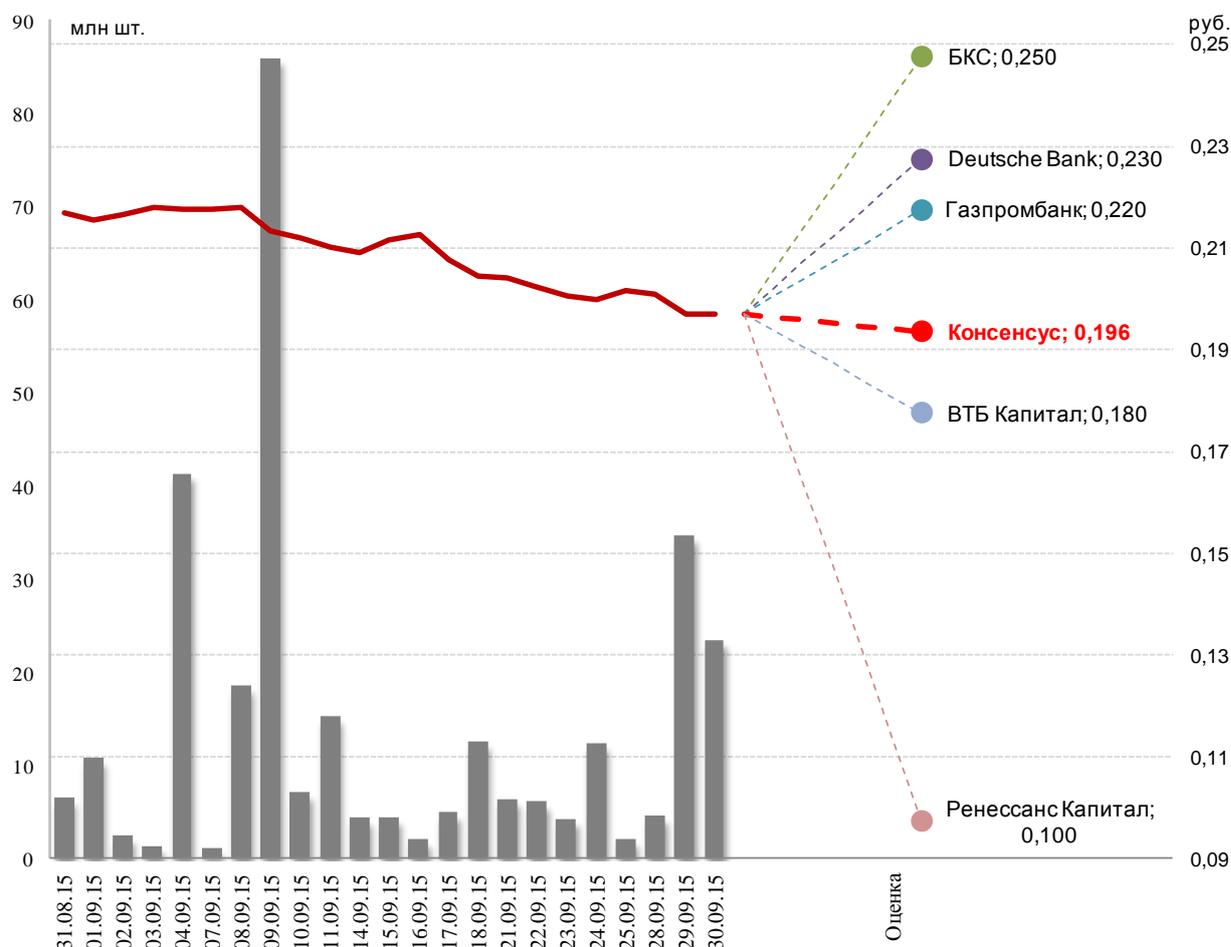
Информация о текущих рекомендациях аналитиков инвестиционных компаний представлена в таблице (цветом выделены оригинальные оценки, без конвертации в другую валюту):

Компания	Аналитики	Дата обновления	Оценка в \$ <sup>1</sup>	Оценка в руб.	Рекомендация	Потенциал
<i>Оценки в рублях</i>						
1 Газпромбанк	Тайц	21.09.2015	\$0,003	0,220 руб.	по рынку	10%
2 Ренессанс Капитал	Скляр	24.08.2015	\$0,002	0,100 руб.	продавать	-50%
3 Deutsche Bank	Булгаков	14.07.2015	\$0,003	0,230 руб.	держать	15%
4 БКС	Гончаров	13.02.2015	\$0,004	0,250 руб.	держать	25%
5 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	10.07.2014	\$0,003	0,180 руб.	продавать	-10%
<b>Консенсус</b>			<b>\$0,003</b>	<b>0,196 руб.</b>		<b>-2%</b>
<b>Текущая цена<sup>2</sup></b>				<b>0,200 руб.</b>		

*Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков*

1. Оценки представлены с учетом официального курса ЦБ в последний день отчетного периода;
2. Цена закрытия на Московской бирже в последний день отчетного периода.

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



*Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков*

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,196 руб. за акцию, что предполагает потенциал снижения акций 2%. Показатель за месяц снизился на 11 п.п. за счет учета в консенсус-прогнозе оценки Газпромбанка и снижения текущей цены.

В отчетном периоде аналитики Газпромбанка в рамках возобновления покрытия Россетей и их дочерних компаний установили целевую цену акций МРСК Центра на уровне 0,22 руб. с рекомендацией «по рынку».

Среди позитивных факторов для компании эксперты отмечают:

- Масштабы бизнеса. МРСК Центра занимает пятое место среди российских распределительных компаний по объему распределения электроэнергии.

- Наличие крупных промышленных потребителей, в частности, ОЭМК, НЛМК, Михайловский ГОК.

- Активный процесс новых подключений. В 2014 г. компания осуществила подключение к сетям трех крупнейших промпотребителей, в результате общая присоединенная мощность увеличилась на 9,7% г/г до 1 116,6 МВт.

- Непрерывное строительство новых активов.

Среди негативных факторов:

- Капзатраты. Компания планирует сохранение размера инвестпрограммы, несмотря на предполагаемое снижение EBITDA.

- Слабый прогноз по дивидендам за 2015 г. Учитывая прогнозируемый чистый убыток компании по РСБУ по итогам 2015 г. в 0,5 млрд руб., эксперты полагают, что вероятность выплаты дивидендов за 2015 г. низка.

#### Сравнительная оценка

КОМПАНИЯ	СТРАНА	ЦЕНА, \$	РЫН. КАП-ЦИЯ, МЛН ДОЛЛ.	EV, \$ МЛН	P/E				EV/EBITDA			
					2013	2014	2015П	2016П	2013	2014	2015П	2016П
Россети	Россия	0,007	1 099	13 354	н/д	н/д	1,7	1,4	3,8	3,6	4,1	3,8
ФСК	Россия	0,001	1 227	4 963	н/д	н/д	2,0	1,8	3,9	2,9	3,2	3,0
Ленэнерго	Россия	0,043	63	497	1,3	н/д	1,3	1,3	2,2	3,3	2,1	2,7
МРСК Центра	Россия	0,003	134	745	-	н/д	н/д	н/д	1,9	2,7	4,2	4,4
МРСК Урала	Россия	0,001	88	276	н/д	2,9	н/д	н/д	2,5	1,8	3,1	3,0
МРСК Центра и Приволжья	Россия	0,001	112	497	4,6	н/д	н/д	11,8	2,5	3,2	3,8	3,6
МРСК Волги	Россия	0,0004	56	209	3,0	4,7	-	6,5	2,6	2,3	2,2	1,6
МОЭСК	Россия	0,013	608	1 899	2,2	5,1	4,4	3,6	2,2	2,7	3,2	3,0
МРСК Северо-Запада	Россия	0,0005	44	318	3	н/д	н/д	н/д	2,5	4,5	5,1	5,1
МРСК Юга	Россия	0,001	24	376	11,1	н/д	н/д	н/д	4,3	4,7	4,9	4,7
МРСК Сибири	Россия	0,001	74	341	4,2	н/д	н/д	н/д	2,4	3,2	3,3	2,7
МРСК Северного Кавказа	Россия	0,224	35	133	н/д	н/д	н/д	н/д	1,8	9,4	10,8	-
<b>Среднее значение</b>					<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>
<b>Дисконт к DM аналогам, %</b>					74	74	75	86	75	72	65	63
<b>Дисконт к EM аналогам, %</b>					65	65	63	80	51	88	58	62
<b>РАЗВИТЫЕ РЫНКИ</b>												
United Utilities	Велико-британия	13,7	9 322	18 824	22,7	19,1	17,3	20,2	13,2	11,4	11,8	12,5
Severn Trent	Велико-британия	33,9	8 043	15 114	25,4	23,8	22,7	24,8	12,4	11	11,4	12
Snam Rete Gas	Италия	5	17 423	33 214	14	15,3	13,4	16,1	8,8	11	10,5	11,7
Terna Spa	Италия	4,7	9 433	17 708	13,7	16,9	14,8	17,5	8,8	11,1	10,5	11,5
Elia	Бельгия	41,9	2 548	5 621	12	13,6	16,9	14,6	8,1	10,4	14,4	15,3
REN	Португалия	3,1	1 633	4 481	10,1	13,5	14,8	13,2	6,3	8,2	8,5	8,7
Red Electrica	Испания	80,5	10 887	17 626	15,3	17,1	16,3	14,9	9,9	11,2	10,9	10,6
<b>Среднее значение</b>					<b>16,2</b>	<b>17,1</b>	<b>16,6</b>	<b>17,3</b>	<b>9,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,8</b>
<b>РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ</b>												
CIA de Transmissao	Бразилия	11,6	1 876	2 126	н/д	13,3	14,1	8	40,2	13,8	19,5	15,1
Transelectrica SA	Румыния	6,9	509	538	9,3	6,2	7,7	7,7	3,3	2,8	3,2	3,2
Transener	Аргентина	0,6	259	359	н/д	н/д	н/д	н/д	31,2	6,3	н/д	н/д
Power Grid	Индия	2,1	10 987	25 192	14,5	14,6	13,3	11,4	12,7	11,7	10,3	8,9
<b>Среднее значение</b>					<b>11,9</b>	<b>11,4</b>	<b>11,7</b>	<b>9</b>	<b>21,8</b>	<b>8,7</b>	<b>11</b>	<b>9</b>

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

## Приложение – комментарии аналитиков

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

1. Глава ФАС И.Артемов заявил, что регулируемые тарифы не должны повышаться быстрее темпов потребительской инфляции.
2. Объем дополнительной эмиссии Россетей может быть сокращен.
3. ФСК провела встречу топ-менеджмента с аналитиками.
4. МЭР предлагает существенное сокращение инвестпрограммы Россетей.
5. Market Vectors Index Solutions объявила результаты пересмотра своего индекса.
6. ФАС предлагает более низкий уровень индексации тарифов.

<i>02 сентября – Глава ФАС И.Артемов заявил, что регулируемые тарифы не должны повышаться быстрее темпов потребительской инфляции</i>		
БКС	-/=	<b>Взгляд БКС:</b> Несмотря на жесткую форму, заявления Артемова по сути укладываются в рамки текущего подхода к тарифообразованию. <b>Анализ:</b> Несмотря на свою жесткую форму, по сути <u>заявление Артемова укладывается в рамки текущего подхода</u> , при котором тарифы повышаются ситуативно, но ниже темпов инфляции. Однако с точки зрения отношения инвесторов <u>заявление Артемова может указывать на некоторое давление на сетевые компании, что подтверждает наш негативный взгляд.</u>
Deutsche Bank	=	<i>Перевод с английского</i> Мы ожидаем, что тарифы на газ вырастут на 7,5% с 1 июля 2016 г. (предварительно одобрено правительством), 7,0% с 1 июля 2017 г. и 6,2% с 1 июля 2018 г. Для сравнения, наши ожидания по инфляции в следующие три года – 8,7%, 8,0% и 6,8% соответственно. Мы ожидаем, что тарифы к 2021 г. будут на 30% ниже экспортных европейских цен по паритету net-back. Источники Коммерсанта в правительстве отмечают, что целью заявления было донести до монополий информацию о необходимости сдерживания тарифов. В любом случае, непосредственное обсуждение темпов индексации состоится в следующем году, учитывая то, что сейчас нет ясности насчет темпов инфляции, курса рубля и бюджетных ресурсов, которые могут стать непосредственной поддержкой для конкретных компаний.
Велес	+/-	Глава ФАС по итогам заседания правительства заявил о том, что в системе естественных монополий существует недостаток эффективности, а также большой потенциал улучшения в сфере закупок. По его мнению, тарифную политику необходимо проводить значительно более требовательно и более строго. В частности, формирование тарифов должно смещаться с принципа «затраты плюс» в сторону «инфляция минус». Электросетевой комплекс является одним из видов естественных монополий в России. <u>Сам принцип перехода к более эффективному управлению компаниями, а также оптимизации операционных затрат, может сыграть одну из ключевых ролей для улучшения ситуации в отрасли. Однако на текущем этапе развития он отразится лишь в виде снижения финансовых результатов госкомпаний, а также невозможностью реализовать масштабные инвестиционные программы.</u>
Альфа-банк	=	<i>Из Ведомостей:</i> «Осенью 2013 г. тарифы естественных монополий были заморожены, что замедлило инфляцию на 1–2 п.п. Это хорошая антиинфляционная мера, сейчас из-за ослабления рубля правительство обеспокоено возможным ростом инфляции».

<i>04 сентября – Объем дополнительной эмиссии Россетей может быть сокращен</i>		
БКС	-	<b>Взгляд БКС:</b> Сокращение объема первой части из-за задержки в оценке активов не меняет фундаментально негативного влияния допэмиссии на котировки. <b>Анализ:</b> <u>Разделение допэмиссии на две стадии носит технический характер и не меняет фундаментально негативных последствий.</u> Хотя новые акции, как ожидается, будут размещены с более чем 100%-ной премией к рынку, доли миноритариев могут быть размыты, поскольку полученные средства могут быть инвестированы с отрицательной NPV.
Газпромбанк	=	<i>Нейтрально</i> <b>Эффект на компанию:</b> Первоначально планировалось, что объем дополнительной

		<p>эмиссии может составить 64,4 млрд акций (64,4 млрд руб. по минимально возможной цене размещения 1 руб./акц.). Однако решение о проведении допэмиссии не было принято из-за отсутствия кворума на внеочередном собрании акционеров. Как сообщает Интерфакс, сокращение объема допэмиссии может быть связано с изменением списка активов для ее оплаты, так как взнос в уставной капитал акций дочерних компаний Россетей и средств ФСК, вероятно, будет произведен позднее.</p> <p><b>Эффект на акции:</b> <u>Изменение объема дополнительной эмиссии Россетей не должно оказать значительного влияния на котировки, так как, вероятно, что акции дочерних компаний и средств ФСК будут внесены в капитал Россетей на более поздних этапах.</u></p>
Deutsche Bank	=	<p><i>Из Коммерсанта:</i></p> <p>«Конвертация долга распределительных компаний перед ФСК в акции Россетей по цене в два раза выше рыночной изначально выглядела странно. Она предполагает согласие ФСК на эту схему, но для компании выгоднее вернуть долг деньгами».</p>

<b>08 сентября – ФСК провела встречу топ-менеджмента с аналитиками</b>		
БКС	=	<p><b>Взгляд БКС:</b> Хотя мы приветствуем открытость менеджмента, встреча не принесла каких-либо новых сигналов, которые могли бы изменить инвестиционный кейс компании.</p> <p><b>Анализ:</b> Ниже приведены ключевые моменты:</p> <p><b>Позитив:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Подтверждены планы по сокращению среднесрочных капзатрат. Новая версия среднесрочной программы предполагает совокупные капзатраты на 2015-19 гг. на уровне RUB 400 млрд (с НДС) – будет изучена Минэнерго до 1 октября. Предыдущая версия (капзатраты на 2015-19 гг. RUB 568 млрд, с НДС) была одобрена Минэнерго 31 октября 2014 г.</li> <li>- Подтверждены планы не покупать новые акции Россетей в рамках первой волны допэмиссии. Россети планируют разместить до 64 млрд новых акций по цене RUB 1 за акцию для рефинансирования дочерней Ленэнерго. Судя по предыдущим сообщениям, ФСК собиралась приобрести 11 млрд новых акций Россетей в обмен на просроченную кредиторскую задолженность перед ФСК от региональных дочек Россетей.</li> </ul> <p><b>Негатив:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Новая версия среднесрочной программы капзатрат на 2015-19 гг. (RUB400млрд) более чем на 20% превышает предыдущий план. Предыдущая версия программы была озвучена в июне 2015 г. и предполагала капзатраты на 2015-19 гг. в объеме RUB 326 млрд (с НДС).</li> <li>- Подтверждение коэффициента выплат дивидендов на уровне 25% по РСБУ, при этом переход на коэффициент по МСФО в этом году маловероятен.</li> <li>- Низкая вмененная дивидендность за 2015 г. = около 2.3%. По оценкам ФСК, чистая прибыль по итогам 2015 г. составит более RUB 7 млрд. Исходя из коэффициента 25% по РСБУ, ФСК может предложить дивиденды за 2015 г. в размере RUB 0.001 на акцию.</li> </ul> <p><u>В итоге мы сохраняем осторожный взгляд на ФСК. Хотя новая программа капзатрат предполагает позитивные изменения в среднесрочном FCF, это вряд ли сможет обеспечить высокие дивиденды, пока не будет изменена формула расчета дивидендов (25% чистой прибыли по РСБУ).</u></p>
Газпромбанк	=	<p><u>Дивидендная доходность ФСК за 2015 год ожидается на уровне 2%. Нейтрально</u></p> <p><b>Эффект на компанию:</b> Менеджмент ожидает сокращения инвестиционной программы на 2015-2019 гг. на 30% – с 564 млрд руб. до 400 млрд руб., при этом основной объем корректировки приходится на 2016-2019 гг.</p> <p><b>Эффект на акции:</b> <u>Влияние новости на акции – нейтральное, так как дивидендная доходность ФСК остается на относительно низком уровне в 2%. Сокращение инвестиционной программы не приведет к повышению дивидендных выплат, а будет способствовать снижению долговой нагрузки компании.</u></p>
		<p>Федеральная сетевая компания хочет выплатить в качестве дивидендов за 2015 год 25% от скорректированной чистой прибыли по РСБУ — порядка 1,75 млрд руб. сообщили представители руководства компании на встрече с аналитиками. Выплаты могли бы увеличиться до 5 млрд руб., если бы ФСК рассчитывала их из прибыли по МСФО, но пока Россети не требуют этого от дочерней компании. Кроме того, ФСК намерена почти на 30% урезать пятилетнюю инвестпрограмму, сократив ее до 400 млрд руб. При этом инвестиции в энергоснабжение БАМа и Транссиба должны снизиться втрое.</p>

UFS	+	<p>Если бы компания решила на выплаты от МСФО, это могло бы стать хорошим драйвером для роста котировок. Однако ФСК сейчас необходимы денежные средства для финансирования инвестпрограммы, поэтому рынок не особенно верил в то, что компания действительно начнет платить дивиденды в размере 25% от прибыли по МСФО. На самом деле, даже 25% от прибыли по РСБУ – это больше, чем мы ожидали, поскольку действующая дивидендная политика только предполагает выплаты не менее 10% от прибыли по РСБУ. Учитывая непростое положение дел в отрасли, компания могла бы вылатить меньше, чем по итогам прошлого года и потратить на дивиденды порядка 15-20% от прибыли. Так или иначе, ФСК обещает акционерам довольно скромную доходность (~1,5%), поэтому определяющим фактором для инвесторов это решение вряд ли станет.</p> <p>Мы также довольно скептически воспринимаем решение о сокращении инвестпрограммы – это, безусловно, позитивный момент для стоимости компании, но нет гарантий, что сокращение расходов не приведет к росту аварийности. «Растягивание» «восточных» проектов, как один из основных механизмов сокращения вложений – выглядит разумно, но не слишком надежно, поскольку эти проекты могут иметь политический подтекст и сохраняется риск того, что они будут форсированы «сверху».</p> <p><u>В целом мы оцениваем итоги встречи умеренно позитивно для котировок ФСК, однако полноценных драйверов для бумаг компании мы по-прежнему не видим.</u></p>
-----	---	---

<b>11 сентября – МЭР предлагает существенное сокращение инвестпрограммы Россетей</b>		
БКС	+	<p><b>Взгляд БКС:</b> Хотя мы приветствуем усилия министерства по повышению эффективности Россетей, стоимость компании для миноритариев определяется окончательными регуляторными решениями и дивидендной политикой.</p>
Газпромбанк	+	<p><u>Россети - Минэкономики предлагает существенное сокращение инвестпрограммы Россетей. Позитивно</u></p> <p><b>Эффект на компанию:</b> В настоящее время проект инвестиционной программы Россетей на 2016-2019 гг. сокращен относительно утвержденной на 17%. Предлагаемые Минэкономики сокращения предполагают более существенный пересмотр инвестиционных планов.</p> <p><b>Эффект на акции:</b> <u>Новость о возможном сокращении инвестиций в Россетях может поддержать котировки материнской и дочерних компаний холдинга.</u> Однако в краткосрочной перспективе мы не ожидаем высокого интереса инвесторов к акциям сетевых компаний вследствие низких уровней дивидендных доходностей.</p>

<b>14 сентября – Индексный провайдер Market Vectors Index Solutions объявил результаты пересмотра своего индекса RSX</b>		
ВТБ Капитал	-	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p>Мы ожидали исключение акций ФСК, вывод средств составит ок. \$4 млн, и Россетей, ок. \$3 млн.</p>
БКС	-	<p><b>Новость:</b> Market Vectors Index Solutions объявила результаты пересмотра своего индекса. Из RSX исключаются 13 бумаг и добавляются 2 компании. Результаты вступают в силу 18 сентября.</p> <p><b>Взгляд БКС:</b> Ребалансировка индекса RSX предполагает большой приток и отток средств из отдельных акций. В наибольшем выигрыше, как ожидается, окажутся OFCB, PHOR, LNTA; в наибольшем проигрыше: PHST, GLPR, LSRG, OKEY, IRAO, GLTR, MTL, FEES, TMKS, RSTI и MSNG. Улучшение позиций PHOR практически гарантирует включение бумаги в индекс MSCI в ноябре.</p> <p><u>ФСК и Россети находятся в проигрыше с выводом \$4,1 млн и \$2,7 млн соответственно.</u></p> <p><b>Анализ:</b> Как и ожидалось, из индекса удалены наименее крупные бумаги. Помимо ожидаемых нами 10 акций (PHST, GLPR, OKEY, MTL, FEES, TMKS, RSTI, MSNG, RASP и STCM) индекс покинут LSRG, GLTR и IRAO. При этом в RSX будут включены акции PHOR и OFCB.</p> <p>Вполне логично, что наибольшее влияние пересмотр окажет на наименее ликвидные акции, и по итогам ребалансировки оказалось больше проигравших, чем выигравших. На данный момент объем активов под управлением Russia Market Vectors ETF составляет \$1.7 млрд. Учитывая 3-месячный среднедневной объем торгов отдельными бумагами, пересмотр в большей степени оказал влияние на следующие бумаги:</p>

		<p><b>Тикеры акций, оказавшихся под наибольшим влиянием, вследствие пересмотра RSX</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">В наибольшем выигрыше</th> <th>Сумма притока, комментарий</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>OFCB</td> <td></td> <td>Приток \$33 млн</td> </tr> <tr> <td>PHOR</td> <td>\$30 млн; объем притока равен 10 дням 3-месячного среднедневного объема торгов</td> <td></td> </tr> <tr> <td>LNTA</td> <td></td> <td>\$5 млн</td> </tr> <tr> <th colspan="2">В наибольшем проигрыше</th> <th>Сумма оттока, комментарий</th> </tr> <tr> <td>PHST</td> <td></td> <td>Отток \$5 млн</td> </tr> <tr> <td>GLPR</td> <td>Отток \$3.6 млн, равен 20 дням 3-месячного среднедневного объема торгов</td> <td></td> </tr> <tr> <td>LSRG</td> <td></td> <td>\$6.3 млн, 13 дней</td> </tr> <tr> <td>OKEY</td> <td></td> <td>\$2.2 млн, 11 дней</td> </tr> <tr> <td>IRAO</td> <td></td> <td>\$7 млн, 10 дней</td> </tr> <tr> <td>GLTR</td> <td></td> <td>\$6.5 млн, 5.4 дня</td> </tr> <tr> <td>MTL</td> <td></td> <td>\$2 млн, 5.1 дня</td> </tr> <tr> <td>FEES</td> <td></td> <td>\$4.1 млн, 4.1 дня</td> </tr> <tr> <td>TMKS</td> <td></td> <td>\$3.4 млн, 3.8 дня</td> </tr> <tr> <td>RSTI</td> <td></td> <td>\$2.7 млн, 3 дня</td> </tr> <tr> <td>MSNG</td> <td></td> <td>\$1 млн, 2.6 дня</td> </tr> </tbody> </table> <p style="text-align: right;"><i>Источники: Market Vectors, БКС</i></p>	В наибольшем выигрыше		Сумма притока, комментарий	OFCB		Приток \$33 млн	PHOR	\$30 млн; объем притока равен 10 дням 3-месячного среднедневного объема торгов		LNTA		\$5 млн	В наибольшем проигрыше		Сумма оттока, комментарий	PHST		Отток \$5 млн	GLPR	Отток \$3.6 млн, равен 20 дням 3-месячного среднедневного объема торгов		LSRG		\$6.3 млн, 13 дней	OKEY		\$2.2 млн, 11 дней	IRAO		\$7 млн, 10 дней	GLTR		\$6.5 млн, 5.4 дня	MTL		\$2 млн, 5.1 дня	FEES		\$4.1 млн, 4.1 дня	TMKS		\$3.4 млн, 3.8 дня	RSTI		\$2.7 млн, 3 дня	MSNG		\$1 млн, 2.6 дня
В наибольшем выигрыше		Сумма притока, комментарий																																																
OFCB		Приток \$33 млн																																																
PHOR	\$30 млн; объем притока равен 10 дням 3-месячного среднедневного объема торгов																																																	
LNTA		\$5 млн																																																
В наибольшем проигрыше		Сумма оттока, комментарий																																																
PHST		Отток \$5 млн																																																
GLPR	Отток \$3.6 млн, равен 20 дням 3-месячного среднедневного объема торгов																																																	
LSRG		\$6.3 млн, 13 дней																																																
OKEY		\$2.2 млн, 11 дней																																																
IRAO		\$7 млн, 10 дней																																																
GLTR		\$6.5 млн, 5.4 дня																																																
MTL		\$2 млн, 5.1 дня																																																
FEES		\$4.1 млн, 4.1 дня																																																
TMKS		\$3.4 млн, 3.8 дня																																																
RSTI		\$2.7 млн, 3 дня																																																
MSNG		\$1 млн, 2.6 дня																																																
Промсвязьбанк	-	<p>Вполне логично, что действия Market Vectors приведут к оттоку средств из бумаг, которые исключены из индекса, и притоку во включенные. <u>С учетом большого количества исключаемых компаний и включения всего одной, возможен значительный приток средств в акции ФосАгро, что положительно отразится на их движении, в то же время по 13 другим акциям есть риски падения стоимости, особенно тех, ликвидность которых низкая.</u></p>																																																

<b>23 сентября – ФАС предлагает более низкий уровень индексации тарифов</b>		
Велес	+	<p>Правительство намерено отказаться от практики расчета тарифов естественных монополий на основе инфляции за предыдущий год, предполагает ориентироваться на целевую инфляцию за следующий год. Последние расчеты ФАС и Минэкономразвития ориентируются на целевую инфляцию в 2016 г., предложенную министерством на уровне 6,8%, а не на прогнозную инфляцию за 2015 г. (ожидается на уровне 12,2%). Новые предложения ФАС предполагают рост тарифов на газ для промпредприятий на 5%, для населения на 6%; на электроэнергию — на 8,3% для всех потребителей, в том числе для сетевых организаций на 7,5%, для населения на 8,5%, исключая население — 8,3%. Относительно низкие предлагаемые темпы индексации тарифов на газ могут оказать давление на котировки Газпрома и НОВАТЭКа – в целом ранее ожидался рост тарифов на уровне 7,5%. В то же время <u>предлагаемый относительно более высокий темп роста тарифов на электроэнергию может оказать поддержку котировкам компаний электроэнергетического сектора.</u></p>