

**Открытое акционерное общество  
«МРСК Центра»**

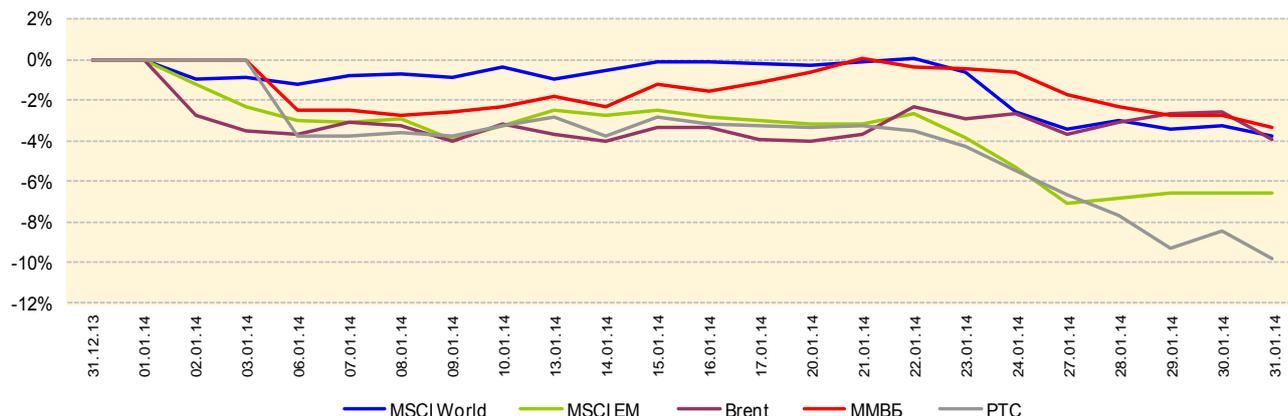


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»  
в январе 2014 г.**

Москва, февраль 2014 г.

## Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций завершили январь снижением: индекс развитых стран MSCI World упал на 3,8%, индекс развивающихся рынков MSCI EM потерял 6,6%.



Негативные итоги месяца в основном определили активные продажи в третьей декаде января, спровоцированные ростом опасений инвесторов в отношении экономик развивающихся стран, собственная слабость которых, по мнению аналитиков, будет усиливаться сокращением стимулирующих программ ФРС США.

Как отмечает Bloomberg, если после финансового кризиса 2008 года страны БРИК и ЮАР стали главными двигателями восстановления глобальной экономики, то сейчас развивающиеся страны угрожают стабильности мировой финансовой системы.

Проявлением этих опасений стали активные продажи валют emerging markets и отток капитала с развивающихся рынков: индекс корзины валют этих стран, рассчитываемый JPMorgan, опустился до кризисных уровней марта 2009 года, по данным Reuters, из фондов, ориентированных на акции emerging markets, было выведено \$12,2 млрд, тогда как за весь 2013 год – \$15 млрд.

При этом ряд экспертов полагает, что процесс вывода средств с развивающихся рынков будет усиливаться – сейчас только начинается разворот огромных денежных потоков, поступавших на эти рынки в последние годы. В частности, по данным МВФ, с 2008 года общий приток капитала только в долговые рынки развивающихся стран достиг \$1,1 трлн, из которых \$470 млрд – прямое следствие программ QE ФРС США.

Как пишет Bloomberg, по прогнозам аналитиков ряда крупнейших инвестбанков Уолл-стрит, тенденция к снижению цен на активы стран с развивающейся экономикой, отмечавшаяся в 2013 году, сохранится в ближайшие годы. В частности, в Goldman Sachs рекомендуют инвесторам сократить вложения в активы emerging markets на треть, прогнозируя, что динамика котировок акций, облигаций, а также валютных курсов будет «существенно ниже рынка» в следующие 10 лет.

Одним из главных триггеров для продаж на фондовых рынках в январе стала слабая статистика из Китая: в январе промышленный PMI впервые с июля прошлого года опустился ниже ключевой отметки в 50 пунктов, рост ВВП в 2013 году составил 7,7%, что совпало с темпами повышения в 2012 году, которые были худшими с 1999 года.

Еще одним негативным фактором для рынков стало решение ФРС США о сокращении программы выкупа облигаций еще на \$10 млрд, до \$65 в месяц. Хотя практически все аналитики прогнозировали такие итоги, инвесторов разочаровало отсутствие в заявлении американского ЦБ каких-либо упоминаний о влиянии сворачивания программы QE-3 на развивающиеся рынки.

Кроме того, давление на рынки оказала невыразительная отчетность американских компаний по итогам IV квартала, которая, по мнению ряда экспертов, вызывает сомнения в обоснованности резкого роста фондового рынка США в 2013 году – в частности, индекс S&P500 прибавил около 30%.

По данным Bloomberg, мультипликатор P/E для индекса S&P500 в настоящее время находится на уровне, близком к максимуму с 2009 года – 15,6х, тогда как его среднее значение за последние пять лет составляет 14,1х. По мнению аналитиков Goldman Sachs, стоимость акций компаний из индекса S&P500 завышена почти по любому показателю, и дальнейшего роста котировок на отчетности будет сложно достичь.

Динамика индекса ММББ, завершившего январь снижением на 3,3%, выглядела лучше динамики индексов MSCI World и MSCI EM. Давление на российский рынок в основном оказывало общее ухудшение отношения инвесторов к активам emerging markets.

Собственный новостной фон в течение всего января носил умеренно негативный характер, не оказывая существенной поддержки российскому рынку.

- По данным Росстата, рост ВВП в 2013 году составил 1,3% – ниже ожиданий аналитиков и прогноза Минэкономразвития. Исходя из текущих тенденций, заявил замглавы МЭР А.Клепач, рост экономики в 2014 году будет выше, чем в 2013 году, но может быть ниже действующего официального прогноза в 2,5%.

- Глава Минэкономразвития полагает, что российская экономика в 2014-2015 гг. и возможно в последующие годы будет расти темпами не выше 2,5%. *«Мы впервые вошли в отрицательную противофазу с ростом мировой экономики»*, - констатировал А.Улюкаев. В свою очередь, первый зампред ЦБ РФ К.Юдаева заявила, что российская экономика столкнулась с проблемой стагфляции.

- МВФ снизил прогноз роста экономики РФ в 2014-2015 гг. на 1 п.п. в сравнении с октябрьскими ожиданиями – до 2% и 2,5% соответственно. По мнению экспертов, в настоящее время производство в России близко к потенциалу, что должно служить стимулом для очень мощного притока инвестиций, препятствием для которого, впрочем, полагают в МВФ, является слабый инвестиционный климат в РФ.

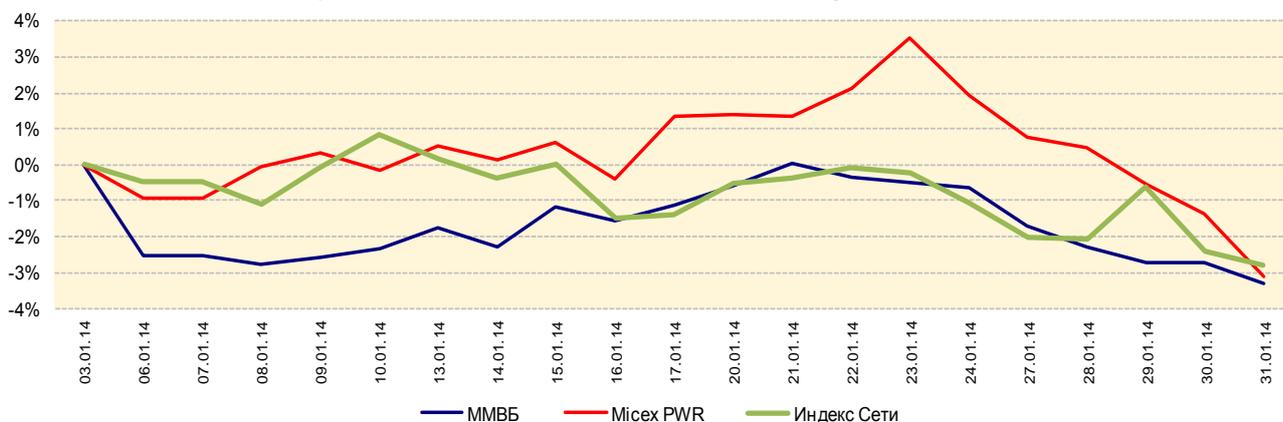
- Распродажи валют развивающихся стран затронули и российский рубль: в конце января пара евро-рубль и стоимость бивалютной корзины обновили свои исторические максимумы, пара доллар-рубль торговалась на 5-летних максимумах. Для поддержки рубля ЦБ в январе увеличил продажи доллара до рекордных \$7,817 млрд, что на 15,5% выше предыдущего максимума сентября 2011 года.

- По оценке ЦБ РФ, чистый отток капитала из РФ в 2013 году вырос до \$62,7 млрд в сравнении с \$54,6 млрд в 2012 году. При этом замглавы Минэкономразвития А.Клепач заявил, что в первом квартале 2014 года отток капитала может оказаться на уровне \$30-35 млрд, а по итогам года, вероятно, будет выше прогнозируемых \$30 млрд.

- Агентство Fitch подтвердило рейтинг РФ на уровне «BBB» со «стабильным» прогнозом. Как отмечается в обзоре, рейтинг поддерживают «низкий уровень госдолга (11% ВВП) и показатель чистых иностранных активов государства на уровне 23% ВВП». «Стабильный» прогноз по рейтингам России, говорится в обзоре, отражает тот факт, что Fitch не ожидает событий, которые с высокой долей вероятности могли бы привести к изменению рейтингов. Тем не менее, аналитики Fitch отметили, что к негативному рейтинговому действию может привести *«существенное и длительное падение цен на нефть ... , а также сохранение слабых темпов экономического роста в течение длительного времени»*.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали незначительно лучшую по сравнению с рынком в целом динамику: индекс МисехPWR по итогам месяца потерял 3,1%, тогда как индекс ММВБ упал на 3,3%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

В начале месяца динамика индекса МисехPWR выглядела лучше рынка в основном за счет уверенного роста акций Э.ОН Россия, в середине отчетного периода основной вклад в рост отраслевого индикатора внесли акции Интер РАО, поддержку которым оказала информация о высокой оценке акций компании для приватизационной сделки между Росимуществом и Роснефтегазом, в конце января продажи в практически равной степени затронули бумаги сектора, за исключением акций РусГидро благодаря сильным операционным результатам за 2013 год.

В целом насыщенный новостной фон для сектора носил неоднозначный характер.

- По информации СМИ, Минэкономразвития предложило запретить финансирование инвестиционных программ естественных монополий за счет тарифов. По информации издания Ведомости со ссылкой на источник в правительстве, Минэкономразвития считает, что тариф должен формироваться из обоснованных издержек и нормы прибыли, а инвестпрограммы нужно финансировать только за счет привлеченного капитала, который надо возвращать за счет инвестиционной компоненты в тарифе, учитывающей расходы на возврат кредита и амортизацию.

По мнению аналитиков ВТБ Капитала, «реализация инициативы наверняка вызовет новую волну пересмотра тарифов и инвестиционных программ и приведет к затягиванию периода неопределенности в отношении будущей динамики прибыли и свободного денежного потока электроэнергетических компаний». Как прогнозируют эксперты, принятие предложения МЭР может напрямую отразиться на тарифах электросетевых компаний и производителей тепла и косвенно (через цены на газ) – на спотовых ценах на электроэнергию и, соответственно, на генкомпаниях.

Свое несогласие с новациями выразила ФСТ. «Мы категорически против. Мы уже направили в правительство нашу позицию. Мы считаем, что это непроработанные предложения, они не обсуждались, не соответствуют правоприменительной практике», - сообщила замглавы ФСТ О.Аллилуева. Как заявил в конце месяца замминистра С.Беляков, МЭР может отказаться от данного предложения.

- Минэнерго опубликовало новую энергостратегию до 2035 года. Среди ключевых положений стратегии Интерфакс называет отказ от ОРЭМ в пользу рынка исключительно электрической энергии, разработку нового механизма привлечения инвестиций в электроэнергетику после завершения сроков действия ДПМ, консолидацию управления сетевым комплексом в регионах.

В Уралсиб Кэпитал считают, что наиболее важным пунктом новой стратегии является разработка нового механизма привлечения инвестиций в отрасль. «Поскольку

*последние объекты по ДПМ будут введены в 2015 году, министерству необходимо будет запустить новый механизм стимулирования инвестиций с учетом необходимости ограничения роста тарифов, в противном случае, окупаемость инвестиций в строительство новых станций будет стоять под вопросом с учетом текущего снижения тарифов»,* - сообщили эксперты, подчеркнув, что на данный момент нет единой идеи о том, какой именно механизм должен стать заменой ДПМ.

Одной из основных задач стратегии, пишет Интерфакс, является достижение к 2035 году в России розничных цен на газ, топливо и электроэнергию на уровень не выше, чем в США. В частности, предполагается ограничение среднеотпускной цены электроэнергии для конечных потребителей уровнем 9-10 центов США (в постоянных ценах 2010 года) за 1 кВтч. *«В результате, доля затрат на топливо и энергию в расходах домохозяйств ожидается на уровне не более 7% на протяжении всего прогнозного периода»,* - говорится в документе.

Как отметили аналитики Открытия, учитывая, что, по их оценке, текущая средняя розничная цена на электроэнергию близка к 7,5 центам США за кВтч, дальнейший рост к целевой цене на 2035 год выглядит очень ограниченным, однако согласуется с прогнозами экспертов и намерением правительства ограничить рост цен на электроэнергию уровнем инфляции. *«В настоящий момент мы считаем новость нейтральной, поскольку анонсированный вариант энергостратегии является предварительным и в целом согласуется с трендами, которые мы уже наблюдали в секторе»,* - заключили эксперты.

- Минэнерго выступило с предложением увеличить сроки поставки мощности по ДПМ с 10 до 15 лет. Кроме того, как сообщили Ведомости и Интерфакс, речь может пойти и о пересмотре норм доходности по договорам, в результате чего доходность по ДПМ может снизиться на 1-2,5%.

*«Согласно нашим расчетам, снижение доходности по ДПМ на 1-2,5 п.п. ведет к сокращению тарифов ДПМ на 6-15%, что может привести к сокращению на 2-25% прогнозных показателей чистой прибыли для генерирующих компаний в 2014–2015 гг. Согласно нашим ожиданиям, изменения больше всего затронут Интер РАО»,* - подсчитали аналитики ВТБ Капитала.

По оценкам Goldman Sachs, в случае одобрения инициатив Минэнерго, сокращение платежей по ДПМ может составить порядка 10% в среднесрочной перспективе. *«Это может привести к снижению показателей EBITDA российских генкомпаний в пределах 9% (например, эффект для Э.ОН Россия составит порядка -4% EBITDA 2015Г)»,* - заключили эксперты.

Между тем, по информации СМИ, главы Э.ОН Россия, Энел ОГК-5 и Фортума уже высказали категорическое несогласие с инициативой Минэнерго. В частности, как сообщает газета Коммерсант, иностранные инвесторы требуют сохранить механизм ДПМ без изменений, ухудшающих условия, отмечая, что Минэнерго обещало не менять параметры этих договоров.

- Отраслевые эксперты обратили внимание на предложенный Минэнерго законопроект, в соответствии с которым с 1 апреля по 31 декабря 2015 года сибирским ГЭС предлагается разрешить продавать часть мощности по рыночным ценам, определенным по итогам КОМ.

В частности, по расчетам ВТБ Капитала, принятие поправок может привести к удорожанию электроэнергии для потребителей в Сибири примерно на 2%. *«В условиях действующего ограничения на рост тарифов для конечных потребителей дополнительная индексация прибыли ГЭС от продажи мощности может привести к тому, что тарифы для всех остальных участников рынка в сибирском регионе будут уменьшены, либо начнут повышаться медленнее, чем ожидалось. Такая перспектива несет риски для всего сектора в целом»,* - заключили аналитики.

*«Мы не исключаем, что данный шаг может быть предвестником действий регулятора по усилению давления на либерализованные цены на электроэнергию в регионе в следующем году», - добавили в Raiffeisen.*

- По информации газеты Коммерсант, Минэнерго предложило новую модель рынка тепла, которая к 2020 году должна обеспечить переход к экономически обоснованным тарифам на тепло. Это, пишет газета, должно способствовать приходу инвесторов в недофинансированную отрасль. При этом теплогенерирующим компаниям разрешат продавать тепло по свободным долгосрочным договорам, но в части регионов по-прежнему придется сохранить госрегулирование во избежание резкого роста тарифов.

- Как сообщила Интерфаксу замглавы ФСТ О.Аллилуева, ведомство рассматривает возможность постепенного внедрения принципа take or pay («бери или плати») в электроэнергетике при ценообразовании на электро- и теплоэнергию. *«Это принцип регулирования для крупных потребителей, когда строится подстанция и у нее очень низкая загрузка, либо тепловая генерация, которая строится, а загружена на 30%, - сказала она. - При планировании таких строек важно, чтобы и заказчик, и потребитель несли ответственность и разделяли финансовые риски».*

- Глава Минэкономразвития А.Улюкаев сообщил, что министерство в марте представит в правительство предложения по контрцикличности тарифной политики для естественных монополий. *«Я думаю, они ограничатся тем, что будет лимитирована позиция «инфляция минус» на среднесрочную перспективу», - сказал он.*

- Глава МЭР заявил, что Минэкономразвития не видит большой необходимости в быстрой ликвидации перекрестного субсидирования, и в этой связи, сообщил министр, наверное, нет необходимости, чтобы темпы индексации тарифов для населения превышали аналогичный показатель для промышленности в 2017-2019 гг.

- По информации СМИ, правительство РФ отказалось от введения социальной нормы на электроэнергию с 1 июля 2014 года по всей России. Это решение принято по неоднозначным итогам пилотных проектов в шести регионах, которые стали предметом критики как представителей Общероссийского народного фронта, так и Единой России.

- СМИ сообщили, что Минэкономразвития подготовило порядок рассмотрения долгосрочных программ развития государственных компаний. Предполагается, подчеркивает Коммерсант, что это будут разработки с горизонтом планирования в пять-десять лет, увязанные с госпрограммами, ФЦП и указами президента РФ.

По словам главы МЭР А.Улюкаева, документы *«должны включать в себя ясно выраженные цели, задачи, основные направления развития бизнеса, целевые показатели финансово-хозяйственной деятельности, прогнозы, отражающие инвестиционную, дивидендную политику компании, меры ответственности менеджмента за эффективность реализации программ».*

При этом министерство предлагает разделить госкомпании на четыре группы по порядку утверждения программ. ФСК и Россети вошли в первую группу компаний, программы которых будут утверждаться на заседании правительства. Программы РусГидро и Интер РАО, вошедших в третью группу, могут быть рассмотрены непосредственно на заседании правительственной комиссии и не выносятся затем на рассмотрение председателем правительства.

- По данным Системного оператора, в 2013 году выработка электроэнергии в РФ снизилась на 0,8% г/г до 1,045 трлн кВтч, что оказалось хуже прогноза Минэнерго – 1,062 трлн кВтч. При этом в декабре выработка электроэнергии упала на 5,8% г/г из-за аномально теплой погоды.

Как отметили в Уралсиб Кэпитал, слабая динамика производства объясняется также замедлением экономики. По прогнозу экспертов, в 2014 году производство электроэнергии увеличится на 1% на фоне ускорения роста ВВП до 2,4%.

## Рынок акций распределительных компаний

Динамика акций электросетевых компаний выглядела несколько лучше динамики отраслевого МисехPWR – индекс Сети снизился на 2,8%, индекс МисехPWR – на 3,1%.

В целом новостной фон для компаний сектора не отличался насыщенностью и носил нейтральный характер.

В середине месяца в центре внимания отраслевых аналитиков была информация СМИ о предложениях Минэкономразвития о финансировании инвестпрограмм естественных монополий только за счет привлеченного капитала.

Как отметили в ВТБ Капитале, в случае реализации этих предложений компании столкнутся с тем, что кредиторы будут изучать качество заемщика – по сути, это будет дополнительный аудит инвестиционной программы. При этом, по мнению экспертов, высокое значение отношения чистого долга к EBITDA для электросетевых компаний – в частности, у ФСК этот коэффициент приближается к 3х, у некоторых МРСК он уже превышает этот критический уровень, может стать *«сильным ограничителем для инвестпрограмм электросетевых компаний»*.

Впрочем, в Deutsche Bank полагают, что учитывая сомнительную рентабельность капиталовложений сетевых компаний, любые меры по уменьшению размеров инвестпрограмм компаний сектора будут способствовать сохранению акционерной стоимости.

Другой новостью для компаний сектора, нашедшей отражение в комментариях экспертов, стала информация Ведомостей со ссылкой на проект постановления правительства, согласно которому Минэнерго планирует ввести принцип «бери или плати» в оплате за резерв мощности сети для крупных потребителей электроэнергии с присоединенной мощностью выше 670 кВт, которые в 70 регионах страны, по данным министерства, держат в резерве в среднем 58% максимальной мощности подстанций.

По проекту документа, сумма доплатежей будет зависеть от категории потребителя и соотношения между резервом и потребленной мощностью. Так, крупные потребители смогут бесплатно пользоваться резервом, если в течение года он не превышал 40% максимальной мощности. Если же объем больше, потребителю придется оплатить 20% резервируемой мощности. Для потребителей I и II категорий надежности «бесплатный» резерв увеличен до 60% максимальной мощности. Сумма, уплаченная потребителем, не закладывается в необходимую валовую выручку сетевой компании на следующий год, что приведет к снижению тарифа на передачу для остальных потребителей.

*«С точки зрения распределительных сетей, новая инициатива (если таковая будет реализована), мы полагаем, практически не окажет воздействия на динамику прибыли, поскольку дополнительная выручка за резерв мощности может быть нивелирована снижением тарифов для других потребителей. Вместе с тем инициатива может привести к высвобождению части неиспользуемой мощности, что может помочь сетевым компаниям в процессе оптимизации дальнейших вложений в новое строительство (особенно в крупных городах, таких как Москва или Санкт-Петербург)»,* - сообщили аналитики ВТБ Капитала.

В отчетном периоде аналитики Sberbank CIB пересмотрели прогнозные цены и рекомендации по акциям компаний электросетевого сектора.

Индикативные оценки по бумагам отдельных МРСК, представляющие собой диапазон целевых цен, полученных методом DCF с применением значений WACC от 12,84% до 13,54% с последующим применением стратегических премий к средним значениям данных диапазонов по каждой компании, были понижены в среднем на 44%.

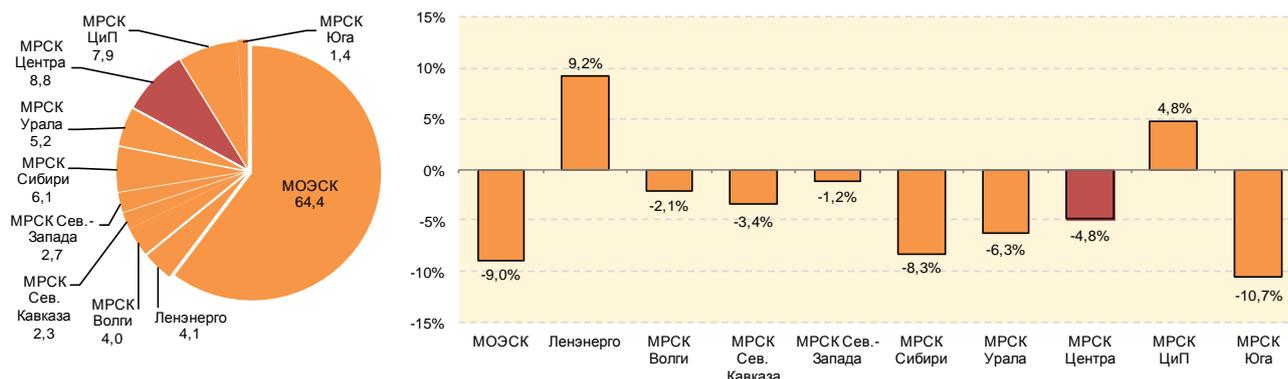
В части отдельных МРСК в инвестбанке сообщили, что они считают акции МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги и МРСК Центра самыми привлекательными с учетом планов их приватизации. По мнению экспертов, первая приватизация может состояться в конце 2014 года. В среднем по МРСК коэффициент EV/EBITDA (2014П) равен 3,5х

при 7,8х в среднем по развивающимся рынкам. По мультипликатору особенно дешевы МРСК Волги, МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья (2,8-3,1х). «Риск заключается в том, что приватизация МРСК может быть отложена», - говорится в отчете.

Аналитики продолжают использовать стратегическую премию в 20% к МРСК, которые, по их мнению, будут приватизированы первыми – МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги, МРСК Центра и МРСК Урала. 10%-ная премия к МРСК Северо-Запада и МРСК Юга связана с неполным переходом на RAB. К МРСК Северного Кавказа применен 20%-ный дисконт в связи с рисками (потери электроэнергии) и низкой ликвидностью.

Кроме этого, аналитики Открытия повысили рекомендации по акциям МРСК Северо-Запада и МРСК Сибири с «продавать» до «держат»», по бумагам МРСК Центра и Приволжья – с «держат» до «покупать», сообщив следующее: «Несмотря на сохранение неопределенности в части регулирования тарифов и приватизации в секторе, мы все же ожидаем ряд позитивных событий в текущем году: возможная приватизация региональных распределительных компаний в 2014 году; нивелирование проблем, связанных с отменой «последней мили» для некоторых МРСК, дополнительным повышением тарифов в ряде регионов (до 7%); возможный переход на выплату дивидендов из чистой или скорректированной чистой прибыли по МСФО. Тем не менее, мы не исключаем, что... текущие низкие рыночные цены могут препятствовать приватизации даже таких некрупных компаний сектора, как МРСК».

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



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

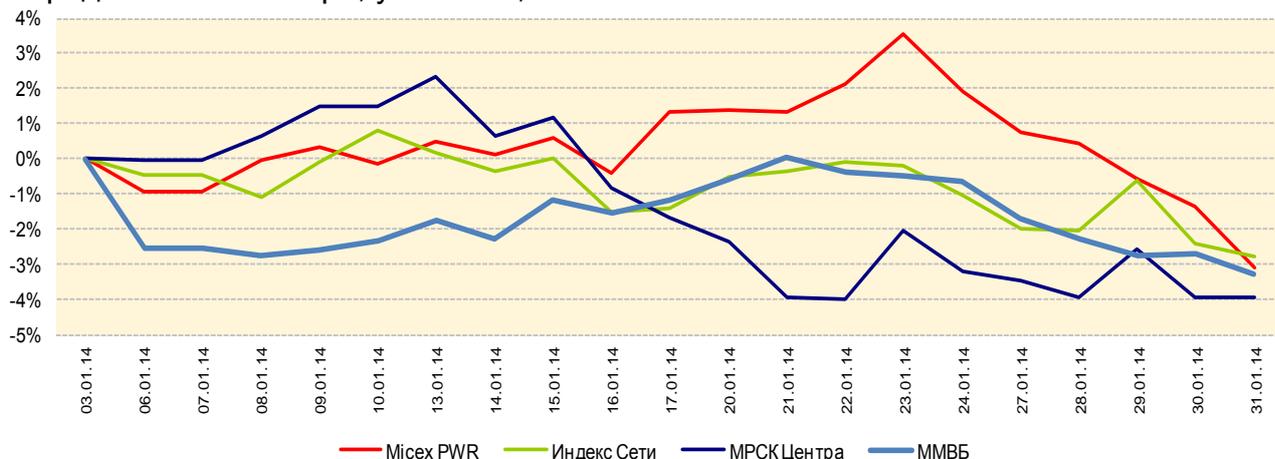
По итогам января акции всех МРСК, за исключением Ленэнерго и МРСК Центра и Приволжья, продемонстрировали снижение.

Значения капитализации МРСК на конец декабря 2013 и января 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 30.12.13	На 31.01.14	
МОЭСК	70,8	64,4	-9,0%
Ленэнерго	3,7	4,1	9,2%
МРСК Волги	4,1	4,0	-2,1%
МРСК Северного Кавказа	2,4	2,3	-3,4%
МРСК Северо-Запада	2,7	2,7	-1,2%
МРСК Сибири	6,6	6,1	-8,3%
МРСК Урала	5,6	5,2	-6,3%
МРСК Центра	9,3	8,8	-4,8%
МРСК Центра и Приволжья	7,6	7,9	4,8%
МРСК Юга	1,6	1,4	-10,7%

### Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением на 3,93% по ценам последних сделок на Московской бирже. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, упал на 2,78%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

Характеристика объемов торгов на Московской бирже (основной режим) акциями МРСК Центра в отчетном периоде представлена в таблице:

Биржевая площадка	Количество сделок, шт.	Оборот, шт.	Объем, млн руб.
Московская биржа, основной режим	2 690	424 178 000	89,7

На Московской бирже в основном режиме торгов оборот по акциям МРСК Центра составил около 424,2 млн шт. или 1% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам в январе по сравнению с предыдущим месяцем увеличился вдвое, при этом количество сделок сократилось на 32% по сравнению с декабрем.

Среднедневной оборот торгов составил около 22,3 млн шт. – в 2,3 раза выше показателя прошлого месяца. Необходимо отметить, что основные объемы и оборот торгов – около 65% – пришлись на 27 января.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> понизился с 0,58% до 0,51%. Максимальный спрэд за период достигал 1,73% (31 января), а минимальное значение спреда составило 0,10% (24 января).

Основным новостным фоном для МРСК Центра в январе выступали общие новости распределительного сектора.

Комментарии аналитиков по новостям распределителя в отчетном периоде представлены в Приложении.

<sup>1</sup> 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):

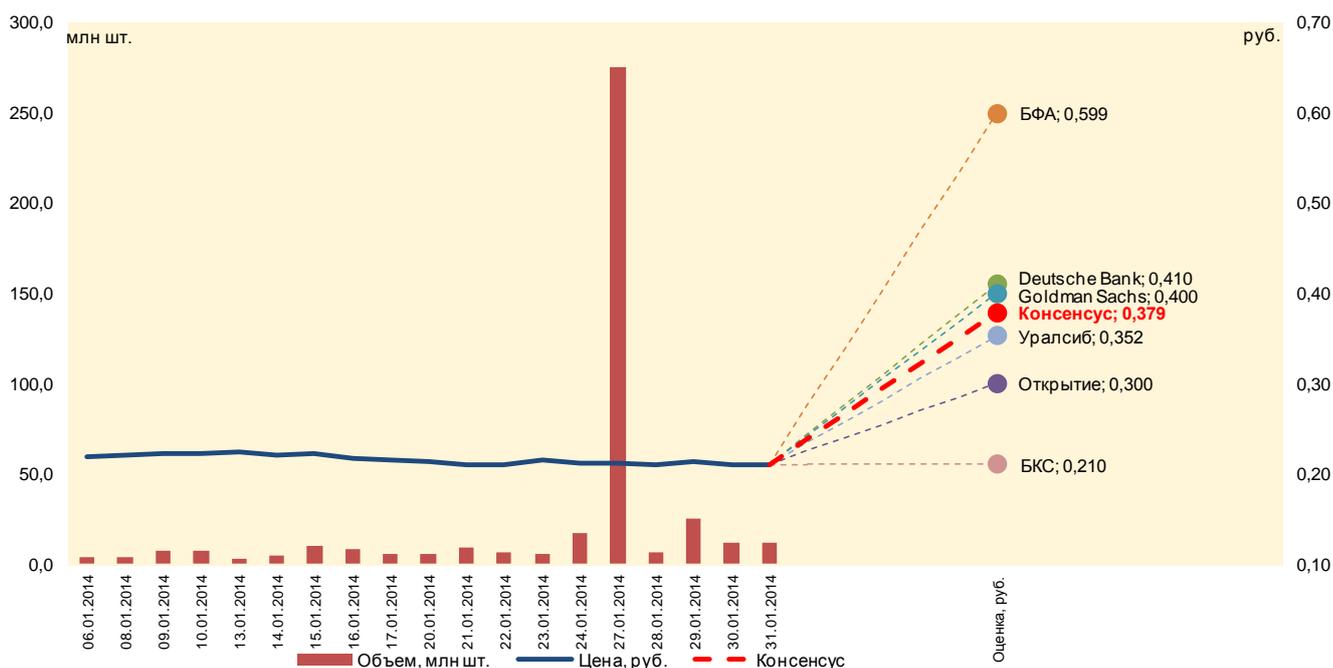
Компания	Аналитики	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекоменда- ция		
		\$	руб. <sup>2</sup>					
<i>Оценки в рублях</i>								
1	Открытие	Бейден	0,009	0,300	43%	22.01.2014	держать	
2	Deutsche Bank	Булгаков	0,012	0,410	95%	13.12.2013	покупать	
3	БКС	Гончаров	0,006	0,210	0%	20.11.2013	держать	
4	Goldman Sachs	Голоднов, Дегтярев	0,011	0,400	90%	22.05.2013	покупать	
<i>Оценки в долларах США</i>								
5	Уралсиб	Тайц	0,01	0,352	68%	28.01.2013	покупать	
6	БФА	Жданов	0,017	0,599	185%	10.07.2013	покупать	
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>								
7	Sberbank CIB <sup>1</sup>	Котиков, Труфанов	0,010-0,013			21.01.2014	покупать	
8	Атон	Купреев	0,0169	0,596	184%	13.12.2012	держать	
9	Номос Банк	Лямин	0,0231	0,814	288%	24.05.2012	держать	
10	Ренессанс Капитал	Скляр	0,035	1,234	487%	27.04.2012	покупать	
11	Газпромбанк		0,021	0,750	257%	29.11.2012	выше рынка	
12	ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	ПЕРЕСМОТР					
<b>Консенсус</b>			<b>0,011</b>	<b>0,379</b>	<b>80%</b>			
Текущая цена <sup>3</sup>							<b>0,210</b>	

*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 31.01.14 г.;
3. Последняя цена на Московской бирже 31.01.14 г.

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,379 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 80%. За прошедший месяц потенциал роста уменьшился на 67 п.п. главным образом за счет исключения из консенсус-прогноза высоких оценок Атона, Номос Банка, Ренессанс Капитала и Газпромбанка, не пересматривавшихся более года.

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



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

В отчетном периоде отраслевые аналитики произвели один пересмотр оценок по акциям МРСК Центра – эксперты Sberbank CIB снизили индикативную цену на 44%, рекомендация «покупать» сохранена.

Инвестбанк в рамках пересмотра прогнозных цен и рекомендаций по акциям компаний электросетевого сектора на 44% понизил индикативную оценку по бумагам МРСК Центра, представляющую собой диапазон целевых цен, полученных методом DCF с применением значений WACC от 12,84% до 13,54% с последующим применением стратегической премии (20% в ожидании приватизации) к среднему значению данного диапазона.

Новые допущения, внесенные в модель оценки, включали, во-первых, темпы роста тарифов на уровне 0% с 1 июля 2014 года (рост 4,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года) и 4,8% – с 1 июля 2015 года (рост 2,5% по сравнению с аналогичным периодом 2014 года), во-вторых, обновленный долгосрочный прогноз по курсу рубля – 34,7/1\$, наконец, пересмотр долгосрочных параметров RAV, а именно регулируемой нормы доходности на старый капитал.

Помимо этого, эксперты Открытия подтвердили целевую цену и рекомендацию по бумагам МРСК Центра – 0,3 руб., «держат».

№	Банк	Дата	Значение оценки			Рекомендация	
			Предыдущее	Обновленное	Изменение	Предыдущая	Обновленная
1	Sberbank CIB	21.01.2014	\$0,0182-0,0229	\$0,010-0,013	-44%	Покупать	Покупать
2	Открытие	22.01.2014	0,3 руб.	0,3 руб.	0%	Держать	Держать

## Приложение – комментарии аналитиков

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

1. МОЭСК опубликовала финансовые прогнозы на 2013-2018 гг.;
2. Минэкономразвития предлагает запретить финансировать инвестпрограммы естественных монополий за счет тарифов;
3. По заявлению вице-преьера Д.Козака, ГК «Олимпстрой» может передать объекты электроэнергетики в пользу государства, которое, в свою очередь, предоставит их в распоряжение Россетей;
4. По информации Ведомостей, Минэнерго опубликовало проект постановления, согласно которому министерство предлагает ввести принцип «бери и плати» для крупных потребителей электроэнергии.

<u>14 января – МОЭСК опубликовала финансовые прогнозы на 2013-2018 гг.</u>		
Уралсиб Капитал	-	<p><b>Коэффициент дивидендных выплат, вероятно, останется на уровне 25%.</b> МОЭСК готова выплатить 25% чистой прибыли в виде дивидендов. Исходя из прогнозов компании по чистой прибыли и коэффициента дивидендных выплат, составляющего 25%, дивидендная доходность акций МОЭСК до 2018 г. не превысит 3-4%.</p> <p><b>Прогнозы компании на период после 2014 г. более консервативны, чем наши ожидания.</b> Представленные данные близки к нашим ожиданиям на 2013–2014 гг., однако оценки компании на более долгосрочную перспективу выглядят консервативнее, что в основном объясняется более сдержанными прогнозами роста тарифов и себестоимости реализации. Мы считаем, что <u>наш финансовый прогноз на 2015–2018 гг. может оказаться слишком оптимистическим</u>, и сохраняем рекомендацию «держаться» акции МОЭСК.</p>
<u>16 января – Минэкономразвития предлагает запретить финансировать инвестпрограммы естественных монополий за счет тарифов</u>		
Deutsche Bank	+	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p>Это может быть важным шагом, который приведет к ограничению роста инвестпрограмм электросетевых компаний (ФСК, Россети, МРСК). <u>Принимая во внимание сомнительную рентабельность капвложений сетевых компаний, любые меры по уменьшению размеров инвестпрограмм компаний сектора будут способствовать сохранению акционерной стоимости.</u> В то же время, как мы полагаем, предложение подверглось критике со стороны некоторых государственных ведомств, и перспективы его принятия туманны.</p>
Открытие	-	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p>Мы считаем, что утверждение данного предложения маловероятно, поскольку оно противоречит применяемому в настоящее время RAB-регулированию в сетевом сегменте. В случае его утверждения мы ожидаем значительного сокращения инвестпрограмм. Тем не менее, на наш взгляд, <u>рынок может расценить данную инициативу негативно, поскольку ее появление подчеркивает сохраняющуюся неопределенность регулирования в секторе.</u></p>
ВТБ Капитал	-	<p><u>Из daily</u></p> <p>Детали предложения Минэкономразвития пока неизвестны, поэтому мы затрудняемся оценить его потенциальные последствия для каждой компании по отдельности. Однако уже сейчас можно сказать, что <u>реализация инициативы наверняка вызовет новую волну пересмотра тарифов и инвестиционных программ и приведет к затягиванию периода неопределенности в отношении будущей динамики прибыли и свободного денежного потока электросетевых компаний.</u> Принятие предложения может напрямую отразиться на тарифах электросетевых компаний и производителей тепла и косвенно (через цены на газ) – на спотовых ценах на электроэнергию и, соответственно, на генкомпаниях. Это также заставит инвесторов обратить более пристальное внимание на кредитное качество компаний сектора (в первую очередь сетевых), поскольку уже в этом году коэффициент «чистый долг /EBITDA» у ФСК достигнет, по нашим оценкам, 3х; у Россетей – превысит 2.5х. Мы сохраняем осторожную оценку перспектив сектора. На данном этапе мы не</p>

	=	<p>видим ни одной электроэнергетической компании, инвестиции в которую позволяли бы рассчитывать на привлекательную абсолютную доходность. Хуже всех в этом отношении выглядят входящие в индексы MSCI РусГидро («продавать») и ФСК («продавать»). Среди менее ликвидных бумаг, не входящих в индексы MSCI, внимания, на наш взгляд, заслуживают лишь акции Э.ОН Россия («держат»). Что касается таких низколиквидных компаний, как ТГК-1 («держат»), с коэффициентами «P/E» не выше 3х, то, учитывая скромный аппетит инвесторов к риску, их положительная переоценка рынком представляется маловероятной.</p> <p><u>Из газеты Ведомости</u></p> <p>Тарифный источник финансирования – это, по сути, легкие деньги, в прошлом бывали случаи, когда за счет тарифов предполагалось финансирование завышенных инвестиционных программ, а теперь компании будут вынуждены брать в долг, а значит, столкнутся с тем, что кредиторы будут изучать качество заемщика. Вероятность дефолта по долгу кредиторы будут оценивать очень консервативно, учтут и тарифный рост, и перспективы инвестпроекта – по сути, это будет <u>дополнительный аудит инвестиционной программы</u>.</p> <p>Еще один ключевой фактор, на который будут смотреть кредиторы, – <u>отношение чистого долга к EBITDA</u>, у некоторых госкомпаний долговая нагрузка и так уже высока. У ФСК этот коэффициент приближается к 3, у некоторых МРСК он уже превышает этот критический уровень. Все это <u>может стать сильным ограничителем для инвестпрограмм электросетевых компаний</u>.</p>
Велес Капитал	-	<p>С одной стороны, <u>данный механизм является нормой при уже развитом и сформировавшемся рынке</u>. Тем более что, средства будут привлекаться только под строительство действительно необходимых проектов, исходя из рыночной потребности в них, а не для того, чтобы искусственно получать средства за счет тарифов при падающем потреблении. С другой стороны, в условиях масштабных инвестиционных программ <u>российские сетевые компании еще не готовы к такому шагу</u>. Долговые нагрузки многих компаний и без того уже находятся на предельных уровнях. Поэтому мы считаем, что <u>в случае принятия данного предложения, стоимость заимствования средств для некоторых сетевиков будет достаточно высокой и серьезным образом может усугубить их финансовое состояние</u>.</p>
<p><u>16 января – По заявлению вице-преьера Д.Козака, ГК «Олимпстрой» может передать объекты электроэнергетики в пользу государства, которое, в свою очередь, предоставит их в распоряжение Россетей</u></p>		
Уралсиб Капитал	-	<p><b>Приблизительная стоимость активов может составлять порядка 10 млрд руб.</b> Исходя из данных, представленных на сайте Олимпстроя, общая сумма средств, потраченных корпорацией на строительство объектов электроэнергетики, включая мобильные генерирующие мощности, по нашим расчетам, составляет около 10 млрд руб. (300 млн долл.).</p> <p><b>Возможно доразмещение акций.</b> <u>Существует вероятность, что Российские сети получают электроэнергетические объекты в Сочи за счет дополнительного размещения акций в пользу государства</u>. Мы считаем, что <u>такой вариант развития событий создает риски для акционеров, поскольку возврат на инвестиции в сочинские активы неочевиден, принимая во внимание текущую неясность в тарифном регулировании сектора</u>.</p>
<p><u>21 января – По информации Ведомостей, Минэнерго опубликовало проект постановления, согласно которому министерство предлагает ввести принцип «бери и плати» для крупных потребителей электроэнергии</u></p>		
ВТБ Капитал	+	<p>Новые инициативы от Минэнерго, а также Минэкономразвития (исключить доходность по ДПМ для ГЭС и АЭС, построенных с использованием инвестиционной составляющей в тарифах) полностью совпадают с политикой правительства по ограничению роста тарифов естественных монополий и таким образом <u>указывают на сохранение давления на цены на электроэнергию</u>.</p> <p>С точки зрения распределительных сетей, <u>новая инициатива (если таковая будет реализована), мы полагаем, практически не окажет воздействия на динамику прибыли, поскольку дополнительная выручка за резерв мощности может быть нивелирована снижением тарифов для других потребителей</u>. Вместе с тем инициатива <u>может привести к высвобождению части неиспользуемой мощности, что может помочь сетевым компаниям в процессе</u></p>

		<p><u>оптимизации дальнейших вложений в новое строительство</u> (особенно в крупных городах, таких как Москва или Санкт-Петербург). Наше стратегическое отношение к российскому электросетевому сектору остается пессимистическим – ввиду неясных перспектив инвестпрограмм и тарифов и отсутствия прогнозируемости свободных денежных потоков и прибыли на акцию.</p>
Газпромбанк	=	<p><u>Из газеты Ведомости</u></p> <p>В случае введения платы за резерв цена на передачу энергии для крупных потребителей вырастет примерно на 5% (+10 коп./кВт.ч.). При этом ставка платы за резерв в 20% не оттолкнет потребителей от дальнейшего строительства собственной генерации, хотя и увеличит сроки окупаемости таких проектов еще на один год. Сейчас крупные потребители массово уходят с рынка, предпочитая строить собственные станции. Таким образом они экономят на дорогом тарифе на передачу энергии, но не отсоединяются от сетей, сохраняя на крайний случай резерв. Оплата 40-50% неиспользуемой мощности значительно ухудшила бы экономику строительства собственной генерации, а оплата 100% резерва лишала бы ее смысла. В рамках предложений Минэнерго стоимость собственных электростанций вырастет для потребителей всего на 20 коп./кВт.ч.</p>