

**Открытое акционерное общество
«МРСК Центра»**



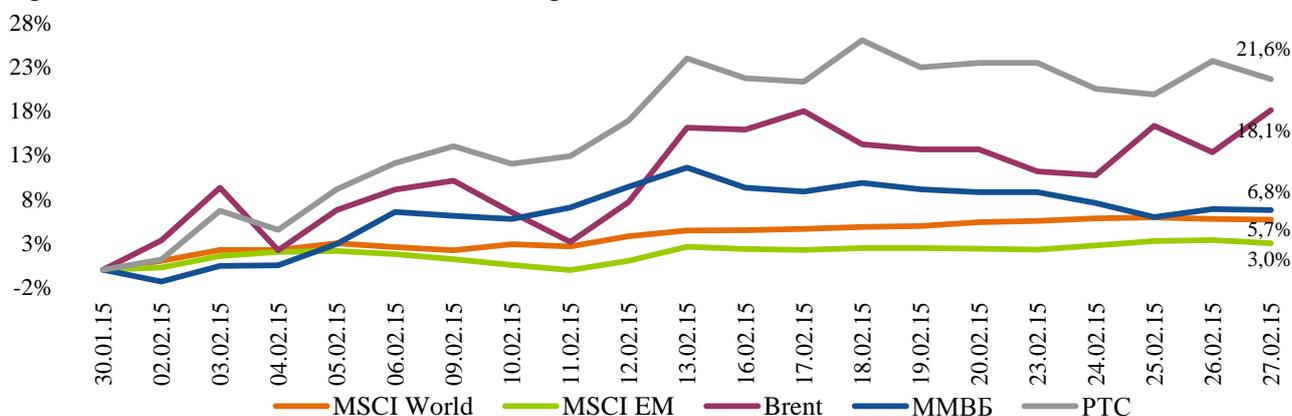
**Рынок акций ОАО «МРСК Центра»
в феврале 2015 года,
прогнозы и рекомендации аналитиков
по акциям ОАО «МРСК Центра»**

Москва, март 2015 г.

Международные и российский рынки акций

В феврале индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM увеличились на 5,7% и 3,0% соответственно.

Индекс MSCI World, американские индексы DJIA и S&P500, немецкий DAX обновили свои исторические максимумы. Японский Nikkei 225 обновил максимум с мая 2000 года, сводный европейский индекс Stoxx 600 – с декабря 2007 года.



Поддержку фондовым рынкам в феврале оказал целый ряд факторов: ожидания сохранения стимулирующей политики ведущими мировыми ЦБ, восстановление цен на нефть, достижение договоренностей по деэскалации украинского конфликта, решение греческой долговой проблемы, хорошая макроэкономическая статистика.

Стимулирующая политика мировых ЦБ

- Из протокола январского заседания FOMC инвесторы сделали вывод, что ФРС США не будет спешить с повышением ставок, учитывая слабость инфляции, укрепление доллара и внешние риски. Выступая в Конгрессе, глава ФРС заявила, что Федрезерв сохранит гибкость в вопросе о повышении базовых ставок, и добавила, что их увеличение на «ближайшей паре заседаний маловероятно» (следующие заседания FOMC пройдут 17-18 марта, 28-29 апреля и 16-17 июня).
- Рынки ждут начала масштабной – более €1,1 трлн – программы количественного смягчения от ЕЦБ, которая стартует в марте. Как ранее заявлял глава ЕЦБ выкуп активов будет проводиться до «стабильного улучшения инфляции или до конца сентября 2016 года». Планируется, что ЕЦБ будет выкупать бумаги, имеющие инвестиционные рейтинги, на сумму до €60 млрд в месяц.
- ЦБ Японии не стал вносить изменений в денежно-кредитную политику, продолжив реализацию рекордных программ стимулирования, призванных восстановить инфляцию в стране до целевого уровня 2%.
- ЦБ КНР снизил норму обязательных резервов для банков на 0,5 п.п. При этом представитель центрбанка заявил, что этот шаг не следует считать «началом сильного стимулирования». Однако аналитики ожидают расширения стимулирующей программы регулятора после публикации порции слабой статистики – в частности, в январе производственный PMI опустился ниже пороговой отметки 50 пунктов впервые с сентября 2012 года, инфляция замедлилась до минимума за пять лет.
- Глава Банка Англии сообщил, что с учетом состояния экономики еврозоны повышение основной процентной ставки ЦБ будет ограниченным и постепенным. При этом он заявил, что ЦБ может снизить ставку с текущего исторического минимума в 0,5% и возобновить выкуп активов в случае усиления дефляционных рисков.

Восстановление цен на нефть

Стоимость нефти Brent за месяц выросла на 18,1% – рекордные темпы подъема за шесть лет. Скачок цен на нефть был спровоцирован информацией о масштабном сокращении инвестиций

крупнейшими нефтедобывающими компаниями, снижении числа нефтяных буровых установок в США до минимума за три года.

Кроме того, поддержку ценам оказали заявления министра нефти Саудовской Аравии об увеличении мирового спроса на нефть и главного экономиста Международного энергетического агентства о том, что он ожидает ребалансировки на нефтяном рынке в ближайшие несколько месяцев, поскольку падение цен на топливо приведет к росту спроса на него и сокращению предложения.

Снижение напряженности в Украине

Лидеры России, Украины, Германии и Франции 11-12 февраля в Минске достигли договоренностей о прекращении огня с 15 февраля и создании буферной зоны, из которой в течение двух недель должно быть выведено все тяжелое вооружение. В целом, по итогам минских переговоров были приняты два основных документа: «Комплекс мер по выполнению Минских соглашений», подписанный участниками трехсторонней контактной группы, и декларация лидеров России, Украины, Германии и Франции – в его поддержку. Как отмечают СМИ, новые минские соглашения, по сути, призваны реанимировать сентябрьские договоренности прошлого года, и их важнейшим итогом стало получение еще одного шанса перевести конфликт из военной плоскости в политическую.

В третьей декаде февраля стороны конфликта в Украине приступили к отводу тяжелых вооружений от демаркационной линии, согласованной минскими соглашениями. Факт отвода тяжелых вооружений подтвержден специальной мониторинговой миссией ОБСЕ, руководитель которой заявил, что обе стороны конфликта выполняют обязательства, взятые на себя в Минске.

Решение греческой проблемы

Министры финансов еврозоны одобрили разработанный греческим правительством план реформ, который, в частности, предусматривает продолжение продажи госактивов, консолидацию пенсионных фондов, принятие мер для борьбы с неплательщиками налогов и контрабандой, введение более прогрессивной шкалы налогов. Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ считают перечень мер греческого правительства по реформированию экономики достаточно полным, чтобы быть отправной точкой для их успешного анализа, говорится в заявлении Еврогруппы.

Утвержденный Еврогруппой план греческих реформ, который должен стать основанием для продления на 4 месяца завершившейся в конце февраля программы финансовой помощи Греции, теперь должен пройти национальные процедуры согласования. В пятницу СМИ сообщили, что парламент ФРГ одобрил продление помощи Греции.

Макроэкономическая статистика

- В США среднемесячные темпы роста числа рабочих мест в ноябре-январе были максимальными с 1997 года, лучше ожиданий были данные по динамике ВВП в IV квартале, деловой активности в сфере услуг, заказам на товары длительного пользования и продажам новостроек в январе, потребительскому доверию в феврале.
- Рост ВВП еврозоны и Германии в IV квартале превысил ожидания, лучше прогнозов были данные еврозоны по деловой активности в феврале и розничным продажам в январе. В Германии в феврале индекс доверия к экономике страны вырос до максимума за 12 месяцев, дефляция замедлилась до 0,1% с 0,5% в январе.
- В Японии темпы роста промпроизводства в январе были максимальными более чем за три года, в Китае, по данным HSBC, промышленный PMI в феврале поднялся выше пороговой отметки 50 пунктов.

Индекс ММВБ завершил февраль ростом на 6,8%. Поддержку российскому рынку, главным образом, рост цен на нефть и надежды на снижение геополитических рисков, связанных с Украиной. В частности, что касается Украины, глава Минэкономразвития, отметив, что

минские договоренности носят реальный и существенный характер, заявил, что, по его мнению, они могут способствовать возможному снятию санкций.

В остальном новостной фон для российского рынка в феврале носил умеренно негативный характер:

- Агентство Moody's 20 февраля снизило рейтинг РФ до спекулятивного уровня «Ba1» с «Ba3», сохранив «негативный» прогноз по рейтингу. Причинами снижения рейтинга Moody's называет плохие перспективы экономики РФ – предполагаемое сокращение фискальной устойчивости и валютных резервов, а также «непредсказуемую политическую динамику». Кроме того, в Moody's отмечает пока еще «очень низкий, но растущий» риск правительственных решений, которые поставят под угрозу выплаты по внешнему долгу.

Тот факт, что Россия потеряла инвестиционный рейтинг сразу у двух ведущих агентств, может создать дополнительные препятствия для инвестирования в российские активы, так как правила многих зарубежных фондов запрещают вложения в спекулятивные бумаги. Многие кредитные соглашения или соглашения об облигационных займах, заключенные российскими заемщиками, позволяют требовать досрочного погашения долга при потере эмитентом рейтинга инвестиционного уровня по версии более чем одного агентства.

- Минэкономразвития существенно ухудшило прогноз на 2015 год в рамках подготовки антикризисного бюджета. В частности, в сценарии, исходящем из среднегодовой цены нефти \$50 за баррель, ожидается снижение ВВП на 3%, падение инвестиций на 13,7%, реальных доходов населения – на 6,3%, отток капитала оценивается в \$115 млрд. В соответствии с новым прогнозом, среднегодовой курс доллара составит 61,5 руб., среднегодовая инфляция – 15,8%, инфляция на конец года – 12,2%.

Как отметила газета Ведомости, комментировавшая эти цифры, пессимистичный прогноз МЭР оптимистичен – консенсус Bloomberg предполагает снижение ВВП РФ в этом году на 4%. Между тем, по информации Коммерсанта, именно такой спад прогнозировался в первоначальной версии нового макропрогноза – оценка была улучшена до -3% после совещания у председателя правительства.

- Заместитель министра финансов Т.Нестеренко заявила, что дефицит бюджета РФ в 2015 году составит 3,7% ВВП. При этом она сообщила, что доходы в пересмотренном бюджете составят 13,5 трлн рублей – это составляет 17% ВВП и является «худшим показателем за все 15 лет».

- Росстат представил данные за январь: промпроизводство выросло на 0,9% г/г, цены промпроизводителей повысились на 1,3%, оборот розничной торговли снизился на 4,4% впервые с 2009 года, реальные доходы населения упали на 0,8%, снижение инвестиций ускорило до 6,3%.

- По оценке Минэкономразвития, ВВП РФ в январе снизился на 1,5% г/г. Комментируя эти данные, глава департамента макроэкономического прогнозирования МЭР К.Тремасов, сообщил, что, по его мнению, девальвация рубля, приведшая к всплеску инфляции и падению реальных заработных плат, устранила структурные перекосы российской экономики, сформировавшиеся в предыдущие годы. *«Экономика в целом стала более конкурентоспособной. Это обстоятельство, а также реализуемые антикризисные меры ограничивают глубину спада и создают предпосылки для возобновления экономического роста»*, - цитируют СМИ К.Тремасова

- По данным Росстата, инфляция в январе составила 3,9%, в годовом выражении достигла величины процентной ставки ЦБ – 15%. Темпы роста потребительских цен в январе стали рекордными за 16 лет – в феврале 1999 года инфляция составила 4,1%, в годовом выражении инфляция оказалась максимальной с сентября 2008 года.

По состоянию на 24 февраля инфляция в годовом выражении составила 16,2%, с начала года потребительские цены выросли на 5,8%.

В ЦБ ожидают пика инфляции во II квартале, при этом, по словам председателя центробанка, ускорение инфляции в январе было вызвано факторами, которые уже реализовались, а новых

оснований для быстрого роста потребительских цен нет. В Минэкономразвития также ожидают пиковых значений инфляции во II квартале, оценивая их на уровне 17,5%.

● По данным исследования HSBC, индексы PMI обрабатывающих отраслей и сферы услуг РФ в январе упали до минимумов мая-июня 2009 года. По оценке главного экономиста HSBC по России и СНГ А.Морозова, если индексы деловой активности сохранятся на январских уровнях до конца первого квартала, то с учетом корреляции PMI и ВВП российская экономика может упасть на 1,5% в первом квартале по сравнению с четвертым кварталом 2014 года.

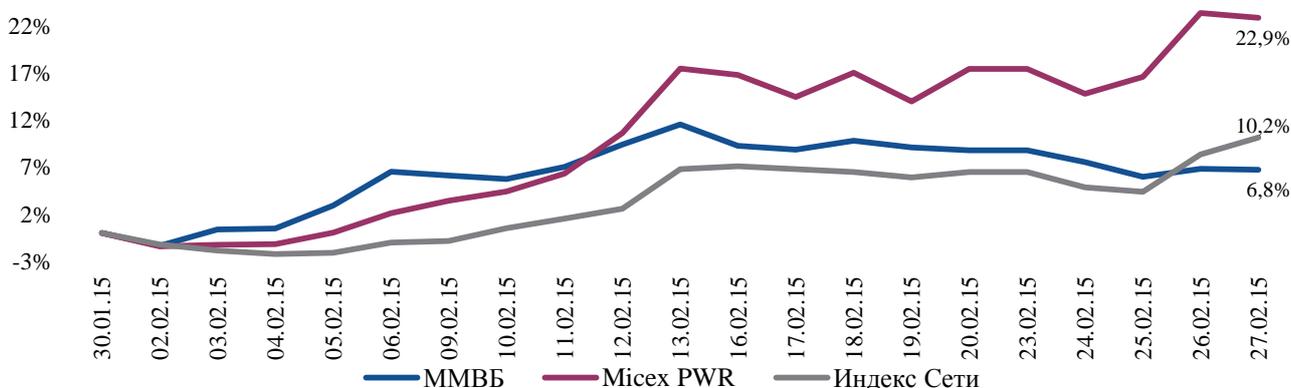
● По данным ЦБ, международные резервы России по состоянию на 20 февраля составили \$364,6 млрд. Таким образом, отмечает Интерфакс, объем ЗВР сократился ниже минимального уровня, до которого они опускались во время кризиса 2008-2009 годов. Текущий уровень резервов, исходя из статистики ЦБ, является минимальным с 27 апреля 2007 года – \$369,0 млрд. Валютные резервы России остаются «исключительно высокими», однако у Fitch есть опасения, что внешний баланс страны ухудшится и станет «несовместимым» с нынешним рейтингом РФ, - заявил руководитель отдела суверенных рейтингов Fitch.

Рынок акций компаний электроэнергетики

Динамика отраслевого индекса МисехPWR, завершившего февраль ростом на 22,9%, выглядела существенно лучше динамики индекса ММВБ. Основной вклад в рост индекса МисехPWR, около 45%, внесли акции ФСК и Россетей.

Февральский подъем позволил индексу МисехPWR сократить до минимума отставание от динамики индекса ММВБ с начала года – на конец февраля оно составляет 3 п.п.

Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, вырос на 10,2%.



В целом новостной фон для сектора носил неоднозначный характер:

● Ряд пессимистичных заявлений сделал замглавы Минэнерго В.Кравченко:

- ✓ Энергетикам вряд ли удастся добиться изменения темпов роста тарифов на электроэнергию. «Мы будем доказывать нашим коллегам из министерств и ведомств, что нам необходимо изменить темпы роста тарифов, но еще раз повторяю – вряд ли мы получим столько, сколько хотим, если все это проиндексировать на рост цен, который есть сейчас. Нам придется выживать».
- ✓ Рост потребления электроэнергии в России в 2015-2016 гг. будет нулевым. «Мы на ближайшее время оценивали, где-то полгода назад, что прирост будет 0,5-1%, сейчас у нас на год-два оценка более пессимистичная – «болтаться на уровне нуля».
- ✓ Долги на розничном рынке электроэнергии выросли в 2014 году на 18%, до 163 млрд руб. При этом, по словам замминистра, платежная дисциплина в прошлом году была хуже, чем в 2013 году, «если ее сравнивать с приростами объемов потребления». Как отметил В.Кравченко, в ноябре-декабре прошлого года «очень здорово просело население» из-за изменения курса рубля и вложений граждан в закупки товаров. В этом

году, сообщил он, складывается новая категория неплательщиков – бюджеты, в связи с неправильным планированием ценовых и объемных параметров.

- ✓ Механизм ДПМ, по словам В.Кравченко, показал свою устойчивость, в то же время ряд объектов ДПМ оказался невостребованным: *«Они сейчас, грубо говоря, не нужны. Это мы вынуждены признать. Это самая большая неприятность»*. В качестве основных причин этой ситуации он назвал не оправдавшийся расчет на высокие темпы потребления – 5% ежегодно, и отсутствие механизма вывода старой генерации – сейчас около 15-20 ГВт.

- Темпы индексации тарифов монополий пересматривать не планируется, несмотря на более высокие показатели инфляции, заявил замглавы Минэкономразвития Н.Подгузов. *«Это принципиальная позиция – надо оптимизировать инвестиционные программы с учетом тех тарифных решений, которые были приняты ранее»*, - цитирует Интерфакс слова замминистра.

- По информации СМИ, Минэнерго готовит ряд принципиальных изменений в правила проведения КОМ-2016:

- ✓ Минэнерго предлагает сопоставлять заявки на мощность по всей ценовой зоне, а не по ЗСП, как было ранее, и отменить price cap. Для определения цены КОМ из заявок будет убрано 15% самого дорогого предложения. При этом по всей ценовой зоне может быть введен минимальный предельный уровень цены, чтобы в случае избытка предложения цена КОМ не упала слишком низко.
- ✓ Предлагается учитывать риск маловодного года и отбирать только «гарантированную» мощность ГЭС. При этом «гарантированная» мощность, поставленная в рамках отобранной на КОМ, учитывается с коэффициентом 1, сверх «гарантированной» – с коэффициентом 0,2. По оценке Минэнерго, это новшество может спровоцировать снижение стоимости мощности ГЭС на 4,8 млрд руб. по I ценовой зоне, по второй – на 10 млрд руб.
- ✓ Минэнерго предлагает с 1 июля текущего года относить к «вынужденным» по электроэнергии только по решению правительства РФ. Сейчас, пишет Интерфакс, есть две возможности получить статус «вынужденного» генератора – через правкомиссию и через подачу заявления на вывод из эксплуатации. При этом в Минэнерго отмечают, что сегодня заявка на вывод из эксплуатации зачастую *«подаётся собственником, который не собирается выводить объект из эксплуатации, только с целью получения отсрочки и отнесения к вынужденным»*.

В этом отношении показательными, пишет газета Коммерсант, стали итоги КОМ-2015: отбор показал наличие в единой энергосистеме избытка генерации в 15,4 ГВт, эти станции не прошли КОМ, но потом 12,7 ГВт все равно получили льготную оплату мощности как «вынужденные генераторы» и увеличили нагрузку на рынок на 23,2 млрд руб.

- ✓ Минэнерго предлагает не допускать к участию в КОМ генерирующие объекты старше 55 лет или с КИУМ менее 30% (на КОМ-2015 было 8%). При этом для «ненадежной» генерации с низким КИУМ и низкой технической готовностью, которые будут допущены к КОМ, планируется использовать понижающий коэффициент при оплате мощности – например, на 20%.

В Deutsche Bank полагают, что предлагаемые Минэнерго новшества представляют новые риски для всех генераторов – цены на мощность по итогам КОМ-2016 могут оказаться ниже существующих. При этом отмечают эксперты, наиболее существенные потери могут понести гидрокомпании – РусГидро и ТГК-1, в частности, в самой РусГидро они оцениваются на уровне 7 млрд в год.

В целом, по мнению аналитиков ВТБ Капитала, ни сегодняшний, ни предлагаемый механизмы определения стоимости мощности не позволяют достичь главной цели – выработать и запустить механизм определения рыночной цены генерации, которая бы отражала уровень

долгосрочных маржинальных затрат производителей. Это, подчеркивают эксперты, самая актуальная задача для рынка мощности, но пока она отодвинута на второй план.

- Ведомости сообщили, что Системный оператор представил в Минэнерго свои предложения по решению проблемы излишней мощности и «вынужденной» генерации. По мнению Системного оператора, до 10% мощности в каждом регионе необходимо законсервировать или отправить в долгосрочный резерв – эти мощности будут включаться только во время аварий.

Выбирать энергоблоки, которые получают плату за консервацию, Системный оператор предлагает на таком же КОМе, но меньшего формата. Отбор должен проходить до обычного КОМа, при этом заявки предлагается ограничить 30% от предельных цен КОМ-2015, с последующим ежегодным снижением стоимости мощности на 10%.

В Газпромбанке отметили, что 10% резервных мощностей, предлагаемых Системным оператором, это и есть примерно тот избыток, который образовался на КОМ-2015, а определение стоимости консервации на уровне 30% от цены КОМ может снизить затраты потребителей на вынужденную генерацию примерно в 4 раза.

В свою очередь, в Deutsche Bank назвали предложения Системного оператора интересными. При этом, по мнению экспертов, ожидаемое исходное негативное влияние на финансовые показатели генераторов может быть нивелировано за счет роста цены на основном аукционе КОМ.

Впрочем, пишут Ведомости, потребители платить за консервацию также не готовы. *«Предложения Системного оператора по консервации генерирующих объектов по принципу «на всякий случай» – это не что иное, как еще один способ содержать избыточную и неэффективную мощность за счет потребителей»*, - цитируют Ведомости главу НП «Сообщество потребителей энергии».

- По информации Интерфакса, Совет рынка одобрил изменения по обязательству покупателей ОРЭМ предоставлять фингарантии – теперь порог недоплаты, при котором сбыты должны ее предоставить, увеличивается с 0,3% до 30% от величины обязательств на соответствующую дату платежа. Это изменение будет действовать, если возобновится мониторинг нарушения сроков платежей в системе фингарантий в период с 14 марта по 28 мая.

При этом для того, чтобы избежать существенного роста задолженности, Совет рынка одобрил увеличение неустойки за нарушение сроков платежа – согласно принятым набсоветом изменениям, размер неустойки за каждый банковский день просрочки платежа повышается до 3/225 ставки рефинансирования с текущих 2/225 ставки.

В начале года, напоминает Коммерсант, складывалась ситуация, когда кредитоваться за счет неплатежей было выгоднее, чем брать заем в банке: пени были ниже ставок по кредитам. Решение Совета рынка, пишет газета, – это компромисс между позициями производителей энергии и покупателей: в конце января генераторы предлагали поднять пени вдвое, выше 30% годовых, но потребители называли это «новым способом заработка».

- Коммерсант со ссылкой на презентацию Минэнерго сообщил, что министерство прогнозирует крайне незначительный прирост энергопотребления и увеличение максимума нагрузки в 2015-2020 гг. – среднегодовые темпы роста показателей составят 0,5% и 0,3% соответственно. По прогнозам Минэнерго, установленная мощность генерации в РФ к 2020 году превзойдет ожидания пикового спроса на мощность на 61%, составив 259 ГВт, на сегодня превышение составляет 53%.

- По прогнозам Минэкономразвития, потребление электроэнергии в РФ в 2015 году может снизиться на 0,9% г/г, до 1 040 млрд кВт.ч, производство прогнозируется на уровне 1 трлн 57,8 млрд кВт.ч – на 0,1% ниже 2014 года.

- Как сообщили Ведомости, замминистра энергетики В.Кравченко попросил 15 крупнейших энергокомпаний направить в министерство список экономически эффективных проектов, которые могут получить софинансирование от РФПИ.

Комментируя данную новость, в Ренессанс Капитале отметили, что возврат инвестиций с доходностью в 14% в энергетике гарантирован только в проекты ДПМ. При этом, по мнению аналитиков, РФПИ можно привлечь и в текущие проекты, особенно если норма доходности фонда будет ниже 14%. Генерирующая компания может продать долю в таком проекте консорциуму во главе с РФПИ, потом взять в аренду, а из последующих платежей за мощность выплачивать дивиденды акционерам, полагают эксперты. В условиях роста процентных ставок предложение фонда будет интересно самым закредитованным компаниям, резюмирует в Ренессанс Капитале.

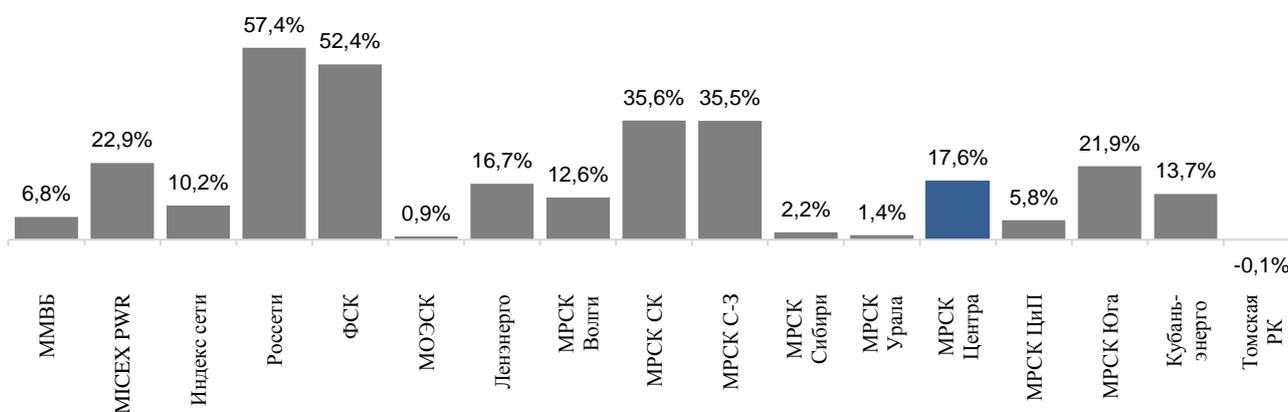
● По данным Системного оператора, в январе выработка электроэнергии в РФ составила 101,4 млрд кВт.ч (+0,4% г/г), в ЕЭС России – 99,3 млрд кВт.ч (+0,5%).

Потребление электроэнергии в России в январе составило 99,4 млрд кВт.ч (-0,3%), в ЕЭС России – 97,3 млрд кВт.ч (-0,2%). Снижение потребления электрической энергии в Системном операторе объясняют более высокой по сравнению с прошлым годом среднемесячной температурой наружного воздуха – на 2,8 градуса.

«Незначительное снижение потребления в январе может смениться более сильным падением по мере нарастания спада в экономике РФ. Снижение потребления негативно влияет на оптовую стоимость электроэнергии, что может оказывать давление на котировки акций генерирующих компаний», - прокомментировали эту статистику в Газпромбанке.

Рынок акций электросетевых компаний

Большинство электросетевых компаний завершили февраль уверенным ростом капитализации, существенно лучше рынка.



В целом насыщенный новостной фон для компаний электросетевого сегмента носил умеренно позитивный характер:

● По информации Интерфакса, Россети подготовили вариант сокращения инвестпрограммы на 2015-2017 гг. с 802 млрд руб. до 546 млрд руб. При этом в физическом выражении речь идет о сокращении вводов на 51% - с 73 тыс. МВА до 35 тыс. МВА. В километрах сокращения могут составить 30 тыс. км линий - с ранее утвержденных 59 тыс. км до 29 тыс. км. В период до 2019 года финансирование может снизиться с 1,3 трлн руб. до 878 млрд руб. В ранее согласованной правительством ДПП Россетей речь шла о финансировании в объеме примерно 1,3 трлн руб. в период с 2015 до 2019 года. По информации Интерфакса, данное предложение имеет предварительный характер, а окончательный статус будет известен в марте.

Как отметили аналитики, сокращение инвестпрограммы при условии неповышения аварийности – это в целом позитивный фактор для стоимости компании. По мнению аналитиков Deutsche Bank, снижение капитальных затрат может уменьшить разрушение стоимости сетевых компаний и, таким образом, повысит их стоимость. Аналитики Открытия

считают данную новость умеренно позитивной; по их мнению, улучшение свободного денежного потока вряд ли приведет к более привлекательным дивидендам.

- Минэнерго РФ предлагает частично перераспределить платежи населения за мощность генерирующим компаниям в пользу сетевых, сообщила газета Ведомости со ссылкой на разработанный ведомством проект постановления правительства. Как уточнили изданию в Минэнерго, объем поставки мощности населению в балансах ФСТ долгое время был завышен к фактическому уровню на 30-40%, и доля населения в энергопотреблении в пиковые часы меньше, чем предполагалось. При этом после перехода в середине 2013 года крупных потребителей на расчеты по двухставочному тарифу цена потребляемой ими мощности по-прежнему рассчитывалась по одноставочному (как мощности, предназначенной для населения). В результате образуется «лишняя» часть денег, которую должны получать генерирующие компании за свою мощность от населения, которую Минэнерго предлагает перераспределить в пользу сетевых компаний. Таким образом, транспортная составляющая в тарифе на электроэнергию может увеличиться максимум на 20%, что принесет сетям около 17 млрд руб. В пользу генерирующих компаний, которые после этого будут недополучать доходы, авторы проекта постановления предлагают в аналогичном объеме увеличить плату за мощность на оптовом рынке для прочих потребителей (кроме населения).

Отраслевые аналитики в своих комментариях в целом оценили предложение как умеренно позитивное. В частности, по оценке Deutsche Bank, *«снижение капиталовложений на 30% и без корректировки тарифов может повысить оценку на 117% для ФСК, на 45% для МРСК Центра, так как компании имеют различную чувствительность к снижению Capex»*. В Газпромбанке, в свою очередь, отметили, что *«дополнительная выручка в размере около 2% может поддержать финансовое положение сетевых компаний в условиях спада потребления, потери крупных промышленных потребителей и ограничений роста тарифов»*.

В то же время эксперты БКС были более сдержаны в оценке инициативы, подчеркнув, что *«хотя постепенный рост доходов умеренно позитивен, он вряд ли окажет влияние на среднесрочный поток дивидендов и, таким образом, на стоимости долей миноритариев»*. В UFS также опасаются недостаточной проработанности предложения, отмечая, что *«в текущем виде не исключается возможность оппортунизма со стороны МРСК за счет списания дополнительных платежей на различного вида «выпадающие» доходы, которые сети могут предъявить в избытке»*.

- Газета Коммерсант сообщила, что Минэнерго вносит в правительство проект постановления о взаимной экономической ответственности сетевых компаний и потребителей за срыв сроков техприсоединения (ТП) к сетям. Согласно документу, если подключение предприятия задерживают сети, то они компенсируют потребителю затраты на временное энергоснабжение до завершения ТП и его упущенную выгоду. Если сроки нарушил сам потребитель (он обязан сделать схему энергоснабжения и подготовить собственные устройства), сетевые компании могут без суда отказаться от ТП и взыскать с потребителя 10% фактически понесенных расходов.

Потребители и сетевые организации традиционно разошлись во взглядах на справедливость этого проекта для различных сторон.

В НП «Сообщество потребителей энергии», пишет Коммерсант, считают, что проект не дает дополнительных преимуществ для потребителей при срыве сроков подключения по вине сетей и имеет явный перекоп в пользу электросетевых компаний. В НП напоминают, что сети получают аванс до 80% от платы за ТП, а, по новым предложениям Минэнерго, при срыве сроков по вине потребителей смогут требовать еще 10% на оплату инвестзатрат *«на развитие общей инфраструктуры, которую будут использовать для других»*.

В свою очередь, по оценке главы НП ТСО А.Хуруджи, проект Минэнерго более выгоден для потребителей: *«10% понесенных затрат на развитие сети – это капля в море, остальной объем строительства, заказанный инвестором, все равно ляжет на всех потребителей региона»*.

- Газета Коммерсант сообщила, что промышленные потребители просят пересмотреть законопроект, уже принятый 28 января Госдумой в первом чтении, запрещающий им заключать договоры о техприсоединении (ТП) с генерирующими компаниями. В соответствии с законопроектом, теперь потребитель, который планирует напрямую подключиться к электростанции, обязан в любом случае обращаться к ТСО, которая затем договаривается с электростанцией. По новой схеме, пишет Коммерсант, инвестиции в ТП будут закладываться в общий (котловой) тариф сетей, который будут платить и новый потребитель, и остальные клиенты распределителей.

В РусАле назвали этот механизм новой «последней милей» для потребителей, которая навязывает услуги распределителей. *«Регуляторы предлагают новый способ кормления местных сетей»*, - соглашается с этим глава НП «Сообщество потребителей энергии» А.Старченко.

В свою очередь, в Россетях Коммерсанту пояснили, что новый механизм *«приведет к увеличению объема услуг, оказываемых ТСО в регионе»*, а полученные доходы можно будет направить *«на снижение сетевого тарифа или на реализацию инвестпрограмм, которые в условиях ограничения тарифа сети вынуждены сокращать»*.

- По информации Россетей, за 2014 год дебиторская задолженность выросла на 24%, до 126 млрд руб., в том числе, задолженность ГП составила 80 млрд руб. (+23%). При этом в холдинге отмечают, что в текущей ситуации платежная дисциплина имеет тенденцию к ухудшению – уровень платежей за услуги по передаче упал со 100% в декабре 2014 года до 61% в январе (в январе 2014 года этот показатель составлял 85%).

По мнению главы НП гарантирующих поставщиков и энергосбытовых компаний, январское снижение уровня оплаты услуг сетевых компаний было ожидаемо на фоне резкого ухудшения условий кредитования – *«ставки по краткосрочным кредитам для независимых сбытов достигали 35%»*.

- Агентство S&P снизило рейтинги Россетей и ФСК с «BBB-» до «BB+», МОЭСК – с «BB» до «BB-». Прогноз по рейтингам Россетей и ФСК – «негативный», для МОЭСК – «стабильный». Агентство Moody's снизило рейтинг Россетей с «Ba1» до «Ba2», рейтинг ФСК был подтвержден на уровне «Ba1», прогноз для рейтингов – «негативный».

Рейтинговые действия последовали за ухудшением рейтингов РФ от этих агентств.

ФСК

- Интерфакс со ссылкой на пресс-службу ФСК сообщил, что компания рассматривает возможность снижения финансирования инвестпрограммы в 2016-2019 гг. в среднем примерно на 45%. Соответствующие корректировки совет директоров ФСК планирует рассмотреть на заседании 5 марта.

Минэнерго, напоминает Интерфакс, ранее утвердило инвестпрограмму ФСК на 2015-2019 гг. в объеме 563,7 млрд руб. Из них на 2016-2019 гг. приходилось 455,5 млрд руб. Таким образом, отмечает агентство, в целом за этот период финансирование может сократиться до 250,6 млрд руб. При этом финансирование в текущем году может быть снижено на 30%, до 75,5 млрд руб.

При этом основными целями инвестпрограммы, подчеркнули в ФСК, остаются обеспечение надежности, реализация крупных государственных проектов и развитие механизмов техприсоединения. В условиях ограничения финансирования программы реновации компания будет реализовывать проекты по снижению аварийности, присоединению мощности генерации, техприсоединению нефтегазовых компаний и других потребителей. ФСК в числе приоритетов называет работу на условиях обеспечения платой за техприсоединение на 70% и более, а также продолжение использования механизма SPV.

В целом среди приоритетных инвестпроектов остаются развитие инфраструктуры БАМа и Транссиба, а также укрепление связей между ОЭС Центра и ОЭС Северо-Запада.

Аналитики прокомментировали новость о планируемом сокращении инвестпрограммы с осторожным оптимизмом. С одной стороны, по мнению экспертов, FCF компании в этом случае станет положительным уже начиная с 2015 года. С другой стороны, аналитики полагают, что

денежные потоки будут, скорее всего, направлены на снижение высокого текущего уровня долга, а не на увеличение дивидендных выплат.

При этом, рассматривая оптимистичный для инвесторов сценарий, в ВТБ Капитала подсчитали, что в случае направления на дивиденды 25% рабочего FCF дивидендная доходность акций ФСК достигнет 10% уже к концу 2015 года при выплате дивидендов в размере 8,5 млрд руб. с перспективами удвоения к 2019 году при дивидендных выплатах в объеме 19 млрд руб.

Согласно этому сценарию и при условии нормализации стоимости капитала в РФ к 2019 году, аналитики ВТБ Капитала полагают, что стоимость акций ФСК может увеличиться в 2-3 раза.

- По информации Интерфакса, PricewaterhouseCoopers (PwC) выиграл открытый запрос предложений ФСК ЕЭС на оказание услуг по проведению оценки плановой стоимости строительства объектов инвестпрограммы компании в 2015-2019 гг.

Помимо оценки инвестпрограммы в 2015-2019 гг., PwC должен будет провести оценку снижения затрат на единицу выпускаемой продукции по инвестпроектам, введенным в эксплуатацию в 2014 году, и разработать методику оценки удельной стоимости строительства электросетевых активов.

Ленэнерго

По информации Ведомостей, ОАО «ЛОЭСК» направило предприятиям энергетической отрасли Петербурга предложение отказаться от схемы «общего котла» и перейти на прямые расчеты между крупными сетевыми и сбытовыми предприятиями. Как сообщил Ведомостям топ-менеджер одной из компаний отрасли, новая схема расчетов имеет смысл, если деньги Ленэнерго будут заморожены в Таврическом надолго и у компании будут сложности с заемными средствами – тогда ЛОЭСК и ее партнеры могут получить существенные убытки. Как напоминают Ведомости, долговые обязательства Ленэнерго по МСФО на 1 июля 2014 года составляли 82,5 млрд руб. При этом, по информации газеты, у Ленэнерго в банке Таврический «зависло» около 18 млрд руб.

Сейчас, когда у энергетических компаний проблемы с финансированием, модернизировать систему платежей в отрасли нельзя: это может поставить под угрозу всю энергосистему Ленобласти, считают в ИК «Ленмонтажстрой». В свою очередь, в юридической компании Rightmark Group полагают, что ЛОЭСК имеет возможность перейти на прямые расчеты в обход схемы «общего котла», если сумеет наладить взаимодействие с гарантирующими поставщиками.

МРСК Центра и Приволжья

Компания в 2014 году увеличила капвложения до 8,025 млрд рублей. Первоначально инвестпрограмма оценивалась в 6,61 млрд рублей, затем план был скорректирован до 7,47 млрд рублей. В пресс-службе компании Интерфаксу сообщили, что в 2014 году был выполнен больший по сравнению с планом объем работ по строительству, реконструкции и техперевооружению.

В феврале аналитики Открытия, БКС и Morgan Stanley обновили прогнозные цены и рекомендации компаний электросетевого сегмента.

Открытие Кэпитал

В обновленных моделях аналитики учли следующие факторы:

- ухудшение базового прогноза по ВВП, инфляции и энергопотреблению:

		2015	2016	2017
GDP Growth	old	-1%	1%	2.5%
	new	-6%	-4.5%	1.7%
Inflation	old	6.5%	5.0%	4.5%
	new	11.0%	5.5%	5.0%
Electricity consumption	old	1.2%	1.0%	1%
	new	-3.9%	-2.8%	1%

- Повышение WACC до 15,5% в связи с ростом стоимости заимствований, а также ухудшения долгосрочной прогнозируемости и прозрачности регулирования сектора. До этого пересмотра у ФСК и Россетей WACC равнялся 14,5%, для остальных компаний сектора – 15%;

- Финансовые результаты компаний по МСФО и РСБУ за 9М2014 г.

Среднее снижение оценок по акциям по итогам пересмотра составило 18%, для трех бумаг рекомендация была ухудшена с «держат» до «продавать»:

Company	Rating		TP		Upside
	Old	New	New	Change	
FGC	HOLD	HOLD	0.044	-27%	-13%
MOESK	HOLD	SELL	0.55	-41%	-49%
Lenenergo	HOLD	SELL	1.31	-48%	-31%
Lenenergo PREF	HOLD	HOLD	12.8	-14%	10%
MRSK Center	HOLD	HOLD	0.23	-19%	-6%
MRSK North-West	HOLD	HOLD	0.027	0%	4%
MRSK Center&Volga	BUY	BUY	0.10	-37%	29%
MRSK Urals	HOLD	HOLD	0.067	12%	14%
MRSK Volga	HOLD	HOLD	0.02	-5%	-18%
MRSK Siberia	SELL	SELL	0.044	-2%	-56%
MRSK South	HOLD	SELL	0.024	-35%	-25%
Rosseti	HOLD	HOLD	0.45	-15%	5%
Rosseti pref	HOLD	HOLD	0.44	-2%	-20%

В целом аналитики Открытия не видят драйверов для восстановления инвестпривлекательности акций электросетевых компаний в среднесрочной перспективе:

- Анализируя регуляторные изменения в электросетевом секторе, эксперты Открытия приходят к заключению о том, что правительство свернуло все планы по либерализации, а компании возвращаются с RAB-регулирования к методу «издержки плюс». Кроме того, по мнению аналитиков, регулирование сектора остаётся несистемным (ad-hoc) и слабо прогнозируемым, а приватизация компаний МРСК маловероятна, примером чему, отметили в Открытии, может служить развитие ситуации с французской ERDF Восток, управляющей Томской РК.

- Что касается дивидендов, эксперты считают, что в случае роста чистого денежного потока госкомпаний, в связи с сокращением инвестпрограмм, не следует ожидать резкого роста дивидендных выплат даже в случае перехода на выплаты 25% от чистой прибыли по МСФО, а не РСБУ, в частности, в связи с высокой долговой нагрузкой.

По оценкам аналитиков, коэффициент Debt/ЕВITDA в 2015 году вырастет до 3,1х по сравнению с уровнем 2,7х в 2014 году. С учетом высокой стоимости долга это может стимулировать компании в большей степени концентрироваться на снижении уровня долга, чем на росте дивидендов.

Figure 5. Net Debt/EBITDA ratios, Grids

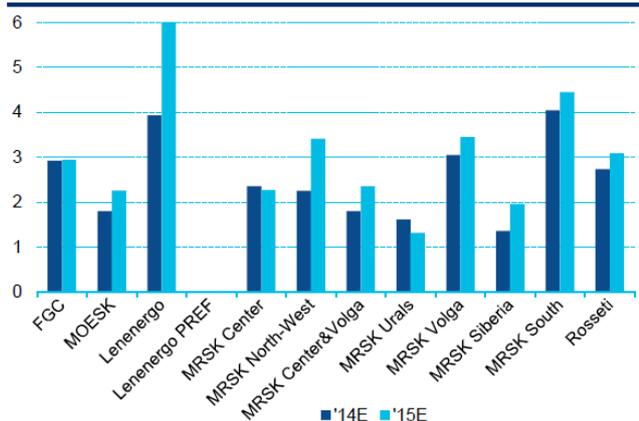
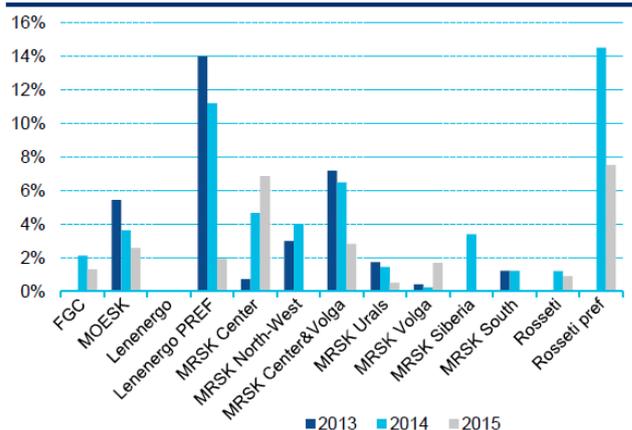


Figure 6. Forecast dividend yields, Grids



Также аналитики представили результаты анализа чувствительности целевых цен акций Россетей и ФСК к изменению параметров макропрогноза с учетом зависимости бизнеса от колебаний валютного курса и предполагаемой гибкости инвестрасходов:

Параметр	Сценарий	2015	2016	2017
Динамика ВВП	Optimistic	-3,1%	-0,8%	2,0%
	Pessimistic	-7,1%	-6,5%	
Инфляция	Optimistic	8,0%	6,1%	5,0%
	Pessimistic	13,6%		
Энергопотребление	Optimistic	-2,3%	-0,4%	1,2%
	Pessimistic	-5,0%	-4,7%	

	optimistic	pessimistic
FEES	17%	-22%
Rosseti	14%	-16%

Sources: Otkritie Capital Research

В конце февраля Открытие прекратило покрытие компаний электроэнергетического сектора РФ в связи с изменением в команде аналитиков.

БКС

В обновленных моделях оценки акций электросетевых компаний аналитики учли следующие факторы:

- Ухудшение макроэкономического прогноза – эксперты ожидают снижение ВВП на 3,4% в 2015 году и слабый рост на 0,5-1% в следующие два года.
- Снижение спроса на электроэнергию на 1-2% в 2015 году и последующую стагнацию этого показателя в 2016-2017 гг.
- Рост стоимости капитала из-за высокой инфляции и повышения ставки ЦБ РФ.
- Регуляторные риски и неопределенность с объемами инвестиционных программ для компаний с госучастием.

Для оценки стоимости акций электросетевых компаний в БКС использовали средневзвешенную оценку двух подходов – DDM с весом 80% и DCF с весом 20%:

PT (by different approaches) and ratings

Company	PT	Upside				Rating	FCF breakeven year (before interest payment)	EV/EBITDA			Div Yield			FCF Yield			Accounting standard for modelling
		Per different approaches			Final (w-avrg)			2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
		DCF	SoP	DDM													
Grids																	
Russian Grids	0.39	34%		-29%	-16%	Sell	2018	2.7	2.9	2.9	0%	2%	4%	-30%	-18%	-31%	IFRS
Federal Grid Co	0.05	>100%		-25%	0%	Sell	2018	2.9	3.0	3.1	1%	2%	5%	-1%	16%	-6%	RAS
Moscow Utd Gr	0.73	5%		-44%	-34%	Sell	2017	3.3	3.7	3.5	4%	3%	3%	-24%	-20%	-14%	RAS
MRSK Center	0.25	91%		-17%	5%	Hold	2016	2.8	3.1	3.0	4%	2%	5%	0%	0%	-15%	RAS

Source: Bloomberg, BCS

По итогам пересмотра аналитики снизили оценку акций Россетей на 22% до 0,39 руб., повысили оценку акций ФСК на 25% до 0,05 руб., подтвердив рекомендацию «продавать» для обеих бумаг. Рост оценки ФСК эксперты объясняют сильной динамикой EBITDA, основными драйверами для которой, в том числе, стали отмена «последней мили» и рост платы за техприсоединение.

По итогам пересмотра эксперты также снизили оценку акций МРСК Центра на 19% до 0,25 руб., подтвердив рекомендацию «держать».

Комментируя инвестиционный кейс анализируемых компаний, эксперты отмечают, что фундаментальная стоимость компаний находится под вопросом из-за высоких регуляторных рисков и неопределённости с объемами инвестиционных программ.

Дивидендную доходность по Россетям и ФСК эксперты ожидают на уровне не выше 6% на горизонте до 2017 года. При этом аналитики полагают, что для ФСК дивидендные выплаты останутся на уровне 25% от чистой прибыли по РСБУ, тогда как для Россетей в среднесрочной перспективе не исключается переход на выплаты 25% чистой прибыли по МСФО.

На взгляд экспертов, привлекательный дивидендный поток МРСК Центра (ожидается сохранение коэффициента 25% по РСБУ в среднесрочной перспективе) поддержит котировки компании. Дивидендная доходность МРСК Центра, по их мнению, может вырасти до 8-9% в среднесрочной перспективе.

В заключение обзора аналитики БКС представили результаты сравнительного анализа электросетевых компаний РФ и зарубежных аналогов:

Company	Country	Share price		EV/EBITDA			P/E			DY
		Rbl	USD	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014
Russian Grids	Russia	0.49	0.015	2.7	2.9	2.9	2	2	2	0%
FSK	Russia	0.06	0.002	2.9	3.0	3.1	21	10	5	1%
Russian High- and Modium Voltage Grids				2.8	3.0	3.0	12	6	4	1%
Prem / (Disc) to GEM				-75%	-70%	-63%	-26%	-52%	-68%	373%
High voltage grids	GEM			11.3	9.8	8.2	16	13	12	3%
Transmissao Paulista	BR			16.7	14.6	12.5	16	13	12	3%
Power Grid Corporation of IN			2.4	11.3	9.8	8.2	17	15	12	2%
Interconexion Electrica	CO			8.5	7.8	7.4	15	11	12	3%
Red Electrica do Especa	ES		83.8	10.9	10.2	9.8	18	16	15	4%
National Grid	GB		13.8	10.1	10.6	10.3	16	16	15	5%
Terna	IT		4.5	10.2	10.0	10.7	15	15	17	5%

Company	Country	Share price		EV/EBITDA			P/E			DY
		Rbl	USD	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014
Moscow Utd Grid	Russia	1.18	0.036	3.3	3.7	3.5	7	9	7	4%
MRSK Center	Russia	0.24	0.007	2.8	3.1	3.0	6	11	5	4%
Individual grids	Median			3.1	3.4	3.3	6	10	6	4%
Prem / (Disc) to GEM				-83%	-52%	-46%	-71%	-23%	-12%	-72%
Medium/Low voltage grids	GEM			17.6	7.2	6.0	21	13	7	1%
Eletropaulo	BR		2.5	25.7	6.7	5.4		15	5	1%
Equatorial Energia	BR		9.1	9.6	7.7	6.7	21	12	9	2%

Morgan Stanley

Аналитики снизили оценку акций Россетей на 18%, до 0,32 руб., подтвердив рекомендацию «underweight», снизил оценку акций ФСК на 13%, до 0,078 руб., сохранив рекомендацию «equal-weight».

В обзоре эксперты отметили ухудшение макроэкономической ситуации, в частности, рост инфляции при сохранении темпов индексации тарифов, рост стоимости заёмного капитала, увеличение капитальных и операционных затрат на фоне участвующих неплатежей потребителей.

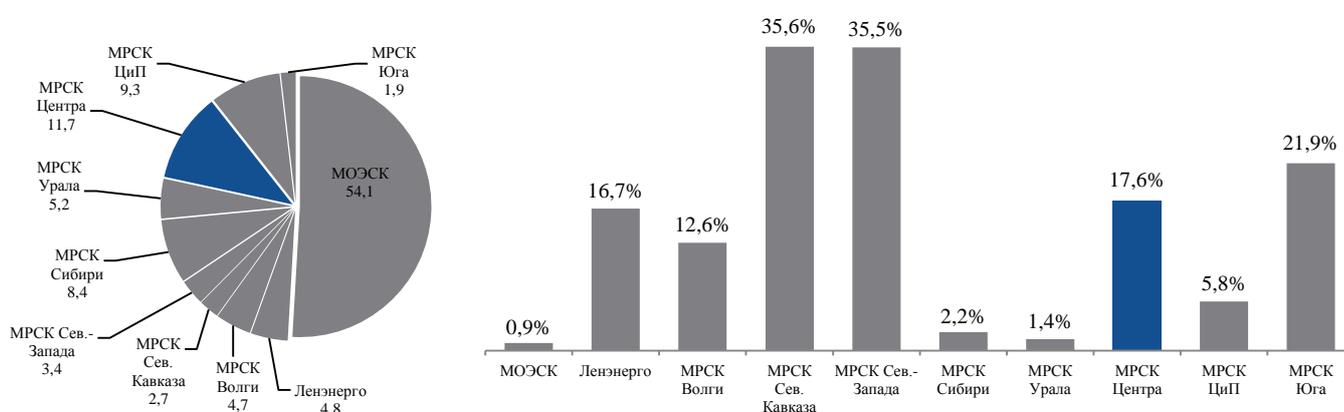
Для оценки акций Россетей и ФСК аналитики продолжили применение взвешенной оценки акций компании по «базовому», «медвежьему» и «бычьему» сценариям. При этом для обеих бумаг вес «медвежьего» сценария был увеличен на 10 п.п., «бычьего» – соответственно

уменьшен на 10 п.п. В итоге веса составили 50% для «базового» сценария, 40% – для «медвежьего» и 10% – для «бычьего».

В целом аналитики подчеркнули, что они отдают предпочтение акциям ФСК перед акциями Российских сетей. Эксперты полагают, что для ФСК соотношение риск-доходность выглядит более сбалансированным, по сравнению с материнской компанией, в частности, из-за больших успехов в сокращении издержек и меньшей зависимости от «последней мили». Также эксперты позитивно оценивают планы ФСК по снижению инвестпрограммы в условиях ограниченного роста тарифов.

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 (%):

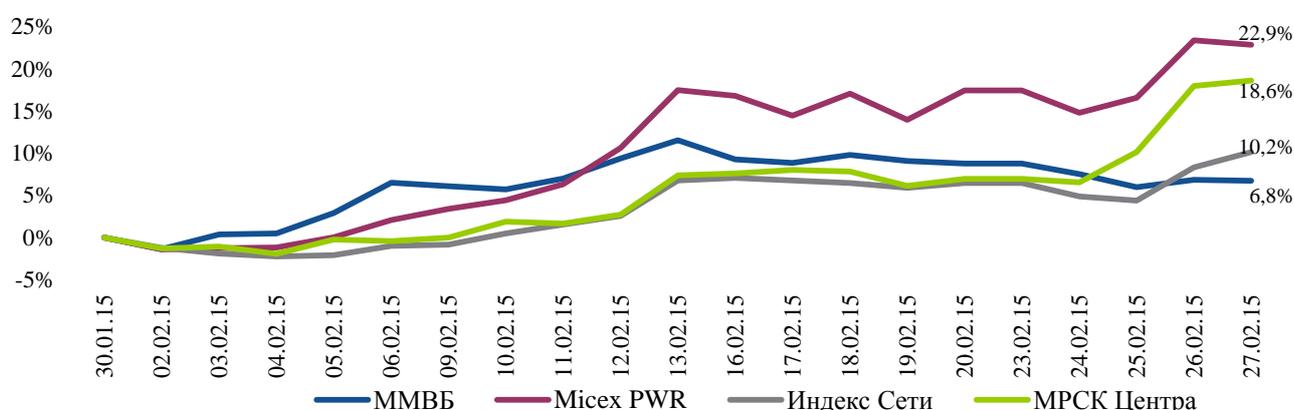


Значения капитализации МРСК в последний день отчетного и предшествующего периодов (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц, %
	30 января 2015	27 февраля 2015	
МОЭСК	53,6	54,1	0,9%
Ленэнерго	4,1	4,8	16,7%
МРСК Волги	4,2	4,7	12,6%
МРСК Северного Кавказа	2,0	2,7	35,6%
МРСК Северо-Запада	2,5	3,4	35,5%
МРСК Сибири	8,3	8,4	2,2%
МРСК Урала	5,1	5,2	1,4%
МРСК Центра	10,0	11,7	17,6%
МРСК Центра и Приволжья	8,8	9,3	5,8%
МРСК Юга	1,6	1,9	21,9%

Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц ростом стоимости на 18,6% по ценам закрытия на Московской бирже – лучше рынка, но хуже отраслевого индекса МисехPWR.



Динамика акций МРСК Центра в феврале, как и рынка в целом, отличалась повышенной волатильностью. Информационный фон для акций МРСК Центра фактически отсутствовал.

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

Биржевая площадка	Количество сделок, шт.	Оборот, шт.	Объем, млн руб.
Московская биржа, Т+основные режимы	2 719	222 953 000	55,4

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+основные режимы) оборот по акциям МРСК Центра в отчетном периоде составил 222 953 000 шт., или 0,5% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам по сравнению с предыдущим месяцем вырос в 2,7 раза, количество сделок выросло в 1,7 раза. Среднедневной оборот торгов составил около 11,7 млн шт. – в 2,7 раза выше показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд¹ на Московской бирже в феврале уменьшился до 0,53% с январских 0,68%. Максимальный спрэд в отчетном периоде достигал 1,40% (11 февраля), а минимальное значение спрэда составило 0,21% (8 февраля).

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	Дата обновления	Оценка в \$ ¹	Оценка в руб.	Рекомендация	Потенциал
<i>Оценки в рублях</i>						
1 БКС	Гончаров	13.02.2015	\$0,004	0,250 руб.	держать	-11%
2 Deutsche Bank	Булгаков	08.10.2014	\$0,005	0,330 руб.	покупать	18%
3 Ренессанс Капитал	Скляр	20.08.2014	\$0,006	0,360 руб.	покупать	29%
4 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	10.07.2014	\$0,003	0,180 руб.	продавать	-36%
Консенсус			\$0,0046	0,280 руб.		0%
Текущая цена²				0,280 руб.		

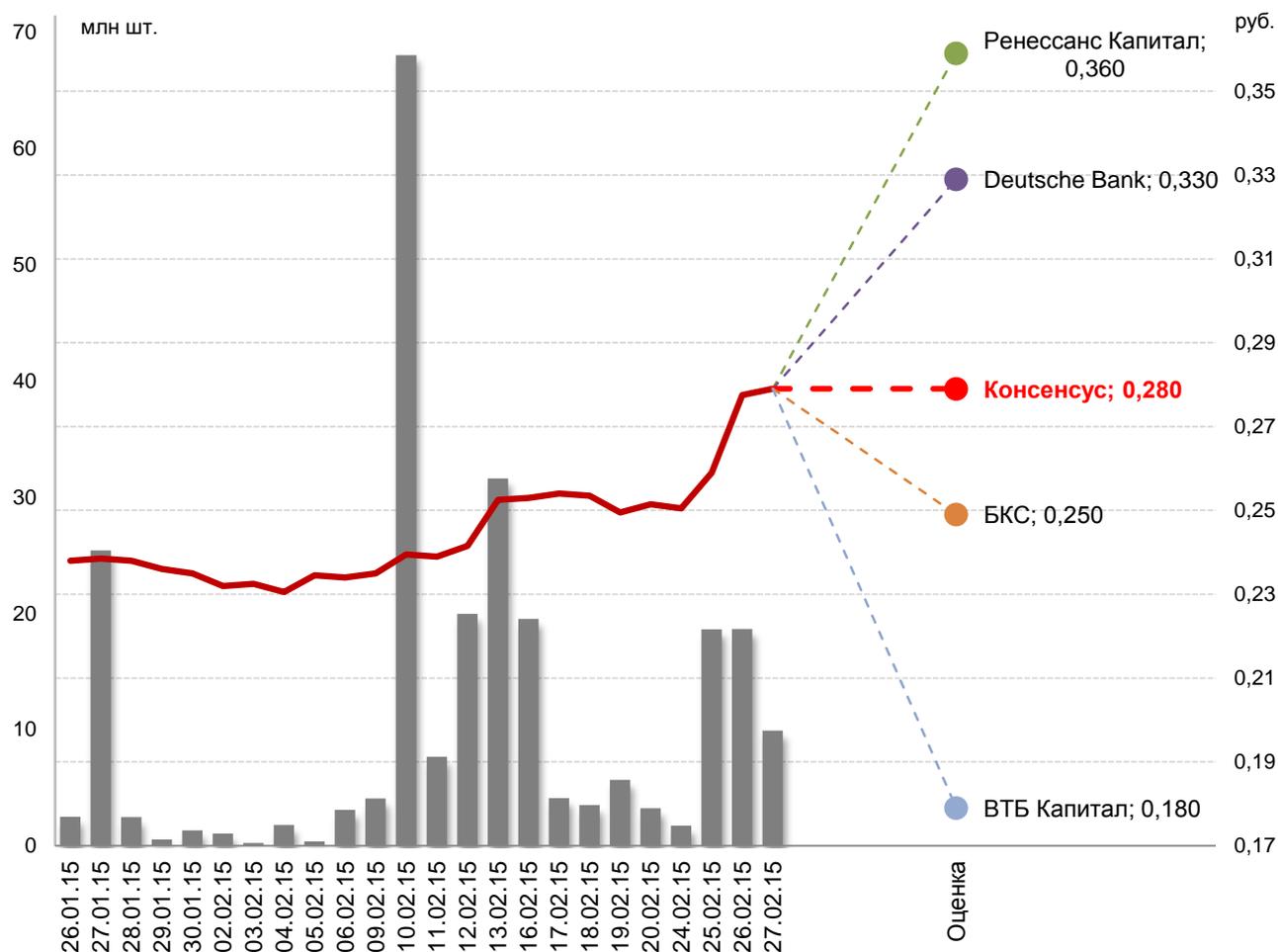
Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков

¹ Спрэд рассчитан как (ask/bid-1)

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

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,280 руб. за акцию, что соответствует текущей цене акций. Снижение потенциала роста акций на 100% в сравнении с месяцем ранее, главным образом, было обусловлено ростом текущей цены акций компании, снижением оценки акций аналитиками БКС в результате пересмотра и исключением оценок Открытия, прекратившего покрытие компаний электроэнергетического сектора РФ в связи с изменением в команде аналитиков, а также Goldman Sachs.

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



Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков

В отчетном периоде аналитики БКС снизили оценку акций МРСК Центра на 19% до 0,25 руб., подтвердив рекомендацию «держать».

Детальная информация по обзору БКС в отношении акций МРСК Центра представлена выше.

Приложение – комментарии аналитиков

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

1. По информации СМИ, Россети могут сократить инвестпрограмму на 2015-2017 годы на 30%.
2. По информации СМИ, Минэнерго предложило частично перераспределить платежи населения генерирующим компаниям в пользу сетевых.
3. По сообщению Коммерсанта со ссылкой на решение совета директоров, ФСК планирует сократить инвестиционную программу на 2015 год на 30%.

<i>16 февраля – По информации СМИ, Россети могут сократить инвестпрограмму на 2015-2017 годы на 30%</i>		
Deutsche Bank	+	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p><u>Мы приветствуем любое сокращение инвестпрограммы</u>, учитывая ситуацию с тарифами и снижение спроса на электроэнергию. По нашим расчётам, сокращение инвестпрограммы на 30% с текущего официального уровня в 2015-17 гг. (без учёта изменения тарифов) может привести к росту стоимости ФСК на 117%, а в случае МРСК Центра – на 45%, поскольку различные компании обладают различной чувствительностью к изменению объема инвестрасходов. Мы на протяжении длительного времени утверждаем, что чересчур большая инвестиционная программа – главный источник низкой оценки Россетей.</p> <p>Если это сокращение и будет осуществлено, то оно может стать лишь временным облегчением, учитывая значительную долговую нагрузку ряда сетевых компаний. Таким образом, причина сокращения инвестрасходов - внешние факторы, а не рациональные решения руководства увеличить доходность для акционеров или отказаться от экономически непривлекательных проектов. Это говорит о риске того, что в том случае, если внешние факторы (стоимость заёмного капитала, макроэкономическая ситуация, спрос на электроэнергию) улучшатся, компании холдинга могут снова увеличить инвестпрограммы без оглядки на доходность для акционеров.</p> <p>Интерфакс, ссылаясь на неназванные источники в Россетях, утверждает, что сокращение на 30% инвестиционной программы – предварительное решение, а финальное будет принято в марте. В связи с этим, мы пока не вносим изменения в нашу финансовую модель, но подчёркиваем ожидаемый позитивный эффект на свободные денежные потоки компаний. <u>Сокращение капитальных затрат может уменьшить разрушение стоимости сетевых компаний, и, таким образом, благоприятно отразится их оценке.</u></p>
Открытие	+	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p><u>Мы считаем, что новость умеренно позитивна для Россетей, хотя улучшенный FCF вряд ли будет направлен на выплату дивидендов.</u> По нашим расчётам, если компания сократит инвестпрограмму, FCF может стать позитивным в 2016 г., а его доходность составит 5-15%. Тем не менее, улучшенный свободный денежный поток вряд ли выразится в росте дивидендных выплат, поскольку компания не может выплачивать более 25% от чистой прибыли в качестве дивидендов. Мы также отмечаем, что отношения чистый долг/ЕБИТДА может остаться на уровне 3х. <u>Мы ожидаем умеренно позитивную реакцию рынка на данную новость.</u></p>
UFS	+	<p>Ранее Россети неоднократно пытались сократить инвестпрограмму, но это встречало жесткую критику со стороны Минэнерго. Экономика обязательной инвестпрограммы такова, что значительная часть вложений направлена на поддержание существующей инфраструктуры, призвана поддерживать минимальный уровень аварийности и не предполагает видимого экономического эффекта вообще. И даже расширение сетей не предполагает пропорционального увеличения денежных поступлений. Поэтому инвесторы традиционно воспринимают обязательную инвестпрограмму как «черную дыру», поглощающую денежные потоки без какой-либо отдачи. <u>Сокращение инвестпрограммы при условии неповышения аварийности – расценивается как позитивный фактор для стоимости компании. Исходя из того, что компания, наконец, получила добро на сокращение вложений, мы надеемся, что это не приведет к повышению уровня аварийности, поэтому рынок может позитивно отреагировать на сообщение.</u></p>

19 февраля – По информации СМИ, Минэнерго предложило частично перераспределить платежи

<i>населения генерирующим компаниям в пользу сетевых</i>		
БКС	+/=	Хотя постепенный рост доходов умеренно позитивен, он вряд ли окажет влияние на среднесрочный поток дивидендов и, таким образом, на стоимости долей миноритариев.
Газпромбанк	+/=	Минэнерго предлагает Россетям помощь, но решение еще не принято. <u>Нейтрально</u> Эффект на компанию: <u>Дополнительная выручка в размере около 2% может поддержать финансовое положение сетевых компаний в условиях спада потребления, потери крупных промышленных потребителей и ограничений роста тарифов.</u> Эффект на акции: Предлагаемая мера усложняет распределение денежных потоков в секторе. Более того, предложение Минэнерго пока не одобрено правительством, и может встретить несогласие со стороны промышленных потребителей электроэнергии.
Deutsche Bank	=	<i>Перевод с английского</i> Мы считаем, что в итоге выручка Россетей не изменится. Минэнерго предполагает, что МРСК смогут снизить перекрестное субсидирование и рост тарифов благодаря этим 17 млрд руб. (точное распределение между компаниями МРСК неизвестно).
UFS	+	<u>Мы оцениваем предложение умеренно позитивно для сетевых компаний, так как в конечном итоге они являются очевидным выгодоприобретателем данной инициативы.</u> При этом в текущем виде не исключается возможность оппортунизма со стороны МРСК за счет списания дополнительных платежей на различного вида «выпадающие» доходы, которые сети могут предъявить в избытке – таким образом, перераспределение тарифа не обязательно приведет к снижению перекрестного субсидирования, и инициатива еще требует более глубокой проработки. Кроме того, Россети не слишком довольны идеей повышения тарифов для генерации, так как сама компания вынуждена закупать энергию на оптовом рынке для компенсации потерь. <u>Сообщение может оказать умеренную поддержку бумагам сетевых компаний.</u>

25 февраля – По сообщению Коммерсанта со ссылкой на решение совета директоров, ФСК планирует сократить инвестиционную программу на 2015 год на 30%		
Deutsche Bank	+	<i>Перевод с английского</i> Мы считаем, что это позитивное изменение, поскольку существенное сокращение программы высвободит денежный поток и может привести к меньшему разрушению стоимости компании и переоценке акций компании. Мы ожидаем принятие дальнейших решений по вопросам инвестиционной программы в марте.
ВТБ Капитал	+/=	<i>Перевод с английского</i> Если идея будет одобрена и воплощена в жизнь, то это будет значительным изменением инвестиционной стратегии ФСК. Согласно нашим подсчётам, при таком сокращении инвестпрограммы высвободится FCF в 15 млрд руб. в 2015 г., а в 2016-2019 гг. - в среднем 53 млрд. руб. К концу 2019 г. такой денежный поток смог бы, например, сократить долговую нагрузку ФСК с текущих 3,0x до 0,5x EBITDA. Неясно, будут ли высвободившиеся средства направлены на выплату дивидендов; тем не менее, если считать, что 25% операционного денежного потока будет выплачено в качестве дивидендов, доходность может достичь 10% по итогам 2015г. и удвоиться к 2019 г. (дивиденды составят 8,5 млрд руб. за 2015 г и 19 млрд руб. за 2019 г). <u>Согласно этому сценарию, если ожидать нормализацию стоимости капитала в России к 2019 г., стоимость акций ФСК может вырасти в 2-3 раза.</u> Заключение. Несмотря на то, что новость может означать серьёзное изменение политики ФСК, а также вероятный рост котировок компании, мы бы посоветовали отнестись к информации с осторожностью, поскольку ни сокращение капитальных затрат, ни обязательство по выплате дивидендов не были подтверждены. Сохраняются проблемы с регулированием сетевых компаний, риск очередного пересмотра инвестпрограммы в будущем, а также возможность того, что компания просто направит средства на снижение долговой нагрузки вместо сбалансированного перераспределения денежных потоков между инвестпрограммой и дивидендами. Это может крайне негативно отразиться на динамике акций ФСК даже с учётом серьёзного сокращения капитальных затрат.
JPMorgan	+	<i>Перевод с английского</i> Сокращение программы связано, по нашему мнению, с понижением ожиданий по росту спроса на электроэнергию и с резким ростом стоимости заёмного капитала. <u>Мы считаем новость позитивной для акций ФСК, т.к. благодаря сокращению</u>

		<p>капзатрат свободный денежный поток ФСК должен стать позитивным уже в 2015-2019 гг. В то же время мы подчёркиваем, что мы пока не ожидаем значительного роста дивидендных выплат, поскольку компания, скорее всего, в ближайшие годы направит высвободившиеся денежные потоки на погашение долга.</p> <p>Отметим, что отношение долг/ЕБИТДА на конец 2014 г. близко к 3.0х, что является достаточно высоким уровнем, учитывая ограничение роста тарифа и стремительный рост стоимости заёмных средств (по нашим расчётам, в настоящее время уровень процентных ставок в два раза превышает среднюю ставку по существующим кредитам ФСК).</p> <p>Мы ожидаем увидеть существенное сокращение инвестпрограммы как часть переговорного процесса; существует риск повышения инвестзатрат в будущие годы, по нашему мнению.</p> <p>Мы считаем, что некоторые государственные министерства будут ориентироваться на более высокий уровень капзатрат, по сравнению с предложенным ФСК. Тем не менее, ФСК может попросить у властей дополнительную индексацию тарифа или государственное субсидирование проектов (в форме заниженной процентной ставки у госбанков или допэмиссии акций) в обмен на рост инвестпрограммы. В случае, если такое финансирование будет предоставлено, компания может увеличить инвестпрограмму снова (хотя, возможно, она будет меньше запланированного в 2014 г. уровня).</p> <p><u>Мы считаем, что решение по сокращению инвестпрограммы позитивно для миноритариев.</u> По нашим оценкам, благодаря снижению инвестпрограммы FCFE может стать положительным начиная с 2015 г. Тем не менее, мы считаем, что миноритариям ФСК не стоит ждать значительного роста дивидендных выплат, поскольку компания, скорее всего, в ближайшие годы направит высвободившиеся денежные потоки на погашение долга.</p>
БКС	+/=	<u>Хотя сокращение капзатрат – фундаментально позитивное решение, мы ожидаем, что среднесрочная дивидендность останется невысокой.</u>
Газпромбанк	+	Эффект на компанию: Компания планирует отказаться от новых проектов и сконцентрироваться на поддержании надежности сетевой инфраструктуры. Эффект на акции: <u>Снижение инвестиционных программ уже обсуждалось на правительственном уровне и решение совета директоров должно поддержать финансовое положение компании.</u> Однако такое снижение пока не приведет к существенному увеличению дивидендных выплат, так как операционный и финансовый денежные потоки будут по-прежнему использоваться для финансирования сокращенной инвестпрограммы.
UFS	+	<u>Мы оцениваем решение совета директоров ФСК умеренно позитивно для стоимости ФСК, хотя в целом это было предсказуемо, учитывая аналогичное решение, принятое ранее Россетями.</u> В текущих условиях экономика большинства инвестпроектов в энергетике выглядит крайне зыбко. Если компании будут продолжать настаивать на реализации этих проектов – это будет негативным фактором для стоимости, поскольку проекты вряд ли окупят вложения. Отказ от этих инвестиций будет непросто согласовать с потребителями и Минэнерго, но это вынужденный ход в условиях санкций и дорогих денег
Велес	+	Повышение ставок по заимствованию средств сокращает возможности компании для их последующей выплаты с учетом текущих тарифов, поэтому компания будет вынуждена отказаться от части проектов, а часть проектов может быть и вовсе заморожена. Ключевым показателем для ФСК теперь станет предотвращение роста аварийности. Сокращение <u>объема инвестиционной программы в целом будет положительно сказываться на денежном потоке ФСК.</u> Однако в случае консервации уже начатых проектов могут возникнуть дополнительные риски, связанные с обслуживанием данных объектов.