

**Открытое акционерное общество  
«МРСК Центра»**

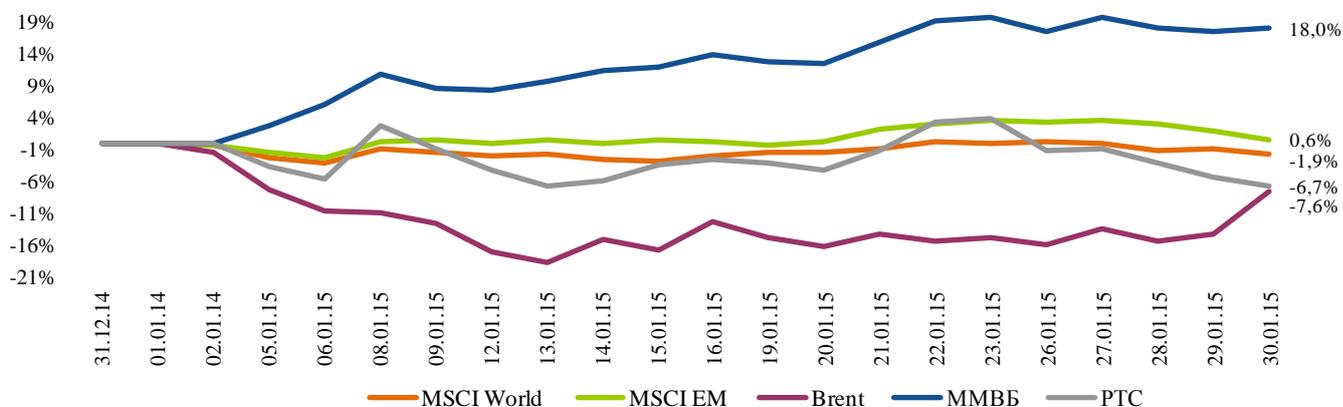


**Рынок акций ОАО «МРСК Центра»  
в январе 2015 года,  
прогнозы и рекомендации аналитиков  
по акциям ОАО «МРСК Центра»**

Москва, февраль 2015 г.

## Международные и российский рынки акций

В январе индекс развитых стран MSCI World снизился на 1,9%, индекс развивающихся рынков MSCI EM вырос на 0,6%.



Главным событием прошедшего месяца для мировых финансовых рынков стало решение ЕЦБ о запуске масштабной программы QE для стимулирования экономики еврозоны – общий объем выкупа активов превысит €1,1 трлн. Как сообщил М. Драги, с марта 2015 года до «стабильного улучшения инфляции или до конца сентября 2016 года» ЕЦБ будет выкупать бумаги, имеющие инвестиционные рейтинги, на сумму до €60 млрд в месяц.

На этом фоне сводный индекс крупнейших предприятий региона Stoxx Europe 600 в январе прибавил 7,2% и завершил месяц в пределах 1,4% от самой высокой отметки за семь лет.

Тем не менее, веса акций европейских компаний оказалось недостаточно для роста MSCI World в январе – негативную динамику индикатора в основном определило снижение американского рынка. В январе индексы DJIA и S&P500 потеряли 3,1-3,7% на росте ожиданий подъема процентной ставки ФРС и слабой отчетности компаний:

- ФРС не меняет планы приступить к повышению ставки в середине года, несмотря на ухудшение перспектив глобальной экономики. Как следует из пресс-релиза по итогам прошедшего в январе заседания, Федрезерв улучшил оценку состояния экономики и рынка труда и повторил прогноз о том, что инфляция постепенно вернется к целевым 2%. При этом, вопреки ожиданиям аналитиков, документ не содержал реакции на последние глобальные события – в частности, падение цен на нефть, ухудшение мировой конъюнктуры и намерение ЕЦБ запустить масштабную программу QE.

- Рост прибыли и выручки американских компаний в IV квартале был минимальным за последние три квартала. По мнению аналитиков, давление на финансовые показатели компаний оказали замедление темпов роста мировой экономики, падение цен на нефть и дорожающий доллар. Кроме того, отметили в Bloomberg, прогнозы самих компаний на текущий квартал являются самыми пессимистичными с кризиса 2008-2009 гг. Эти опасения разделяют и аналитики – консенсус-прогноз предполагает падение прибыли компаний из S&P500 в I квартале 2015 года впервые с 2009 года.

В целом, за исключением решения ЕЦБ о запуске QE, новостной фон для фондовых рынков в январе носил умеренно негативный характер:

- Всемирный банк ухудшил прогноз роста мировой экономики в 2015-2016 гг. – на 0,2 и 0,1 п.п., до 3% и 3,3% соответственно. Среди основных рисков для глобальной экономики эксперты ВБ назвали слабые темпы роста мировой торговли, разнонаправленность целей монетарной политики крупнейших мировых центробанков, стагнацию или дефляцию в еврозоне и Японии, снижение цен на нефть, которое приведет к перераспределению реальных доходов между нефтедобывающими странами и импортерами.

- В обновленном обзоре World Economic Outlook МВФ ухудшил прогноз роста мировой экономики в 2015-2016 гг. до 3,5% и 3,7% соответственно. При этом снижение на 0,3 п.п. в сравнении с предыдущими прогнозами стало максимальным за три года. Основной вклад в ухудшение прогнозов МВФ внесли emerging markets, оценка роста ВВП которых в 2015-2016 гг. была снижена на 0,6 и 0,5 п.п. соответственно.

Как отмечается в обзоре МВФ, низкие цены на нефть подстегнут мировую экономику, но этот эффект будет недолгим и не сможет компенсировать снижение темпов роста в Китае и странах зоны евро, а также текущее ухудшение ситуации в странах-нефтеэкспортерах, в первую очередь, в России.

- Финансовые рынки готовятся к очередному периоду турбулентности после победы на досрочных парламентских выборах в Греции леворадикальной коалиции СИРИЗА, выступающей против жестких мер экономии и списания огромного, более €300 млрд, внешнего долга. Первые же заявления представителей нового правительства заставили инвесторов вспомнить об угрозе дефолта Греции с катастрофическими последствиями для экономики еврозоны, учитывая масштабы греческого долга. В частности, как сказал министр финансов, соглашения о спасении Греции были «заразной ошибкой» и новое правительство полно решимости их изменить.

- Свой вклад в ухудшение настроений инвесторов внесла статистика. В США рост ВВП в IV квартале замедлился до 2,6%, хуже ожиданий, после подъема на 5% кварталом ранее, в еврозоне дефляция в январе достигла рекордных 0,6%, ВВП Китая в 2014 году увеличился на 7,4% – минимальные темпы роста с 1990 года.

Индекс ММВБ завершил январь ростом на 18,0%. Основной вклад в подъем рублевого фондового индикатора внесли дивидендные акции компаний-экспортеров, поддержку которым оказало резкое ослабление рубля. В январе пары доллар-рубли и евро-рубли выросли на 25% и 15% соответственно. Более слабая динамика евро была связана с анонсированием ЕЦБ масштабной программы выкупа активов.

Кроме того, позитивным фактором для российского рынка стала стабилизация цен на нефть в диапазоне \$45-50 за баррель. В Международном энергетическом агентстве сообщили, что эксперты МЭА ожидают ребалансировки перенасыщенного нефтяного рынка во II полугодии в связи со снижением темпов роста добычи за пределами ОПЕК, в том числе, и в России. *«Восстановление цен, не считая возможных крупных перебоев с поставками, может быть не близким, но признаки разворота тенденции нарастают»*, - говорится в обзоре.

Основными драйверами девальвации рубля в январе стали снижение рейтинга РФ «большой тройкой», рост геополитических рисков, неожиданное снижение ключевой процентной ставки ЦБ РФ, ухудшение прогнозов для экономики РФ, слабая статистика.

#### Рейтинговые агентства

- Агентство Fitch 9 января снизило рейтинг РФ с «BBB» до «BBB-» – последней ступени инвестиционного уровня. Прогноз изменения рейтингов – «негативный».

Рейтинговое действие отражает существенное ухудшение экономического прогноза России с середины 2014 года вслед за резким падением цен на нефть и курса рубля в сочетании со стремительным повышением процентных ставок, - говорится в сообщении агентства. Fitch прогнозирует сокращение ВВП РФ на 4% в 2015 году, ранее предполагалось снижение на 1,5%. По мнению агентства, ВВП в расчете на душу населения в 2015 году, вероятно, сократится на четверть или даже на треть в долларовом выражении.

Кроме того, Fitch отмечает более быстрое сокращение золотовалютных резервов РФ, чем предполагалось, и обращает внимание на слабые структурные факторы РФ по сравнению с государствами с сопоставимым уровнем рейтингов, высокую зависимость от сырьевого сектора, сравнительную слабость корпоративного управления.

В числе основных факторов, которые могут привести к снижению рейтинга РФ до «мусорного» уровня руководитель подразделения Fitch по суверенным рейтингам в странах Европы с развивающейся экономикой назвал следующие: (а) сохранение волатильности обменного курса рубля, которая может привести к нестабильности финансового сектора, (б) длительный период низких цен на нефть, (в) более быстрое, чем прогнозируется, сокращение международных резервов из-за более значительного, чем ожидается, оттока капитала или ускорения долларизации в стране, (г) усиление санкций или геополитических рисков.

Необходимо отметить, что сейчас Fitch исходит из того, что в 2015 году средняя цена на нефть составит \$70 за баррель, чистый отток капитала – \$130 млрд, международные резервы к концу года сократятся до \$315 млрд.

- Агентство Moody's 16 января снизило долгосрочный рейтинг государственных облигаций РФ с «Baa2» до «Baa3» – последней ступени инвестиционного уровня. Рейтинг поставлен на пересмотр с возможностью дальнейшего понижения.

Ключевыми драйверами снижения рейтинга выступили три основных фактора.

Во-первых, Moody's ожидает, что значительное падение цен на нефть и шок изменения ключевой процентной ставки Банка России продолжат подрывать уже и без того подавленные перспективы роста экономики РФ в среднесрочной перспективе. В соответствии с новым прогнозом, Moody's ожидает снижение ВВП РФ в 2015 году на 5,5%.

Во-вторых, Moody's опасается, что на финансовую устойчивость государства будет оказано негативное влияние со стороны валютного курса и снижения доходов бюджета.

В-третьих, в Moody's отметили значительную неопределенность по поводу будущего объема международных резервов – по мнению аналитиков, предстоящая выплата внешнего долга и отток капитала увеличат скорость снижения международных резервов. По оценке Moody's, номинальные валютные резервы могут упасть в 2015 году, как минимум, на ту же величину, что и в 2014 году, когда их объем понизился на \$125 млрд.

Что касается возможности дальнейшего понижения рейтинга, отмечается в сообщении, Moody's будет оценивать устойчивость государственного баланса, в частности, запас его прочности в части валютных резервов в условиях возможности дальнейшего снижения цен на нефть и ограниченного доступа российских заемщиков к международному рынку капиталов. Также агентство будет изучать эффективность политических мер, которые Банк России и денежные власти могут предпринять для смягчения шоков, связанных со снижением цен на нефть и падением курса рубля, чтобы сохранить финансовую прочность экономики и государства

- Агентство S&P 26 января снизило рейтинг РФ на одну ступень – до спекулятивного уровня «BB+», прогноз по рейтингу «негативный». Свое решение в S&P аргументировали ограничением гибкости денежно-кредитной политики, ослаблением перспектив экономического роста, возрастающим риском сокращения внешних и бюджетных резервов.

Негативный прогноз рейтингов, говорится в сообщении, отражает мнение S&P, что гибкость денежно-кредитной политики России может продолжить ухудшаться. Агентство может понизить рейтинги России в течение следующих 12 месяцев, если ее внешние и бюджетные резервы будут сокращаться значительно быстрее, чем ожидается в настоящее время.

Пока рейтинги были выведены из списка CreditWatch, куда они были поставлены с негативным прогнозом 23 декабря 2014 года. Следующая по графику рейтинговая публикация по России запланирована на 17 апреля.

Таким образом, констатировали СМИ, кредитный рейтинг РФ впервые за 10 лет оказался на «мусорном» уровне – агентство S&P последним из «большой тройки» повысило рейтинг РФ до инвестиционного уровня в январе 2005 года.

По мнению аналитиков, пока это решение S&P носит умеренно негативный характер для российского рынка – внешний рынок практически закрыт, активный исход инвесторов из российских активов начался еще в прошлом году на фоне усиления геополитических рисков.

Вместе с тем эксперты подчеркивают, что эти действия S&P могут стать триггером для аналогичных шагов Moody's и Fitch, которые пока удерживают рейтинги РФ на одну ступень выше спекулятивного уровня. Снижение любым из этих агентств рейтинга РФ переведет российские активы в спекулятивную категорию, что может спровоцировать продажи фондов, декларации которых не позволяют держать в портфелях активы такого качества.

Кроме того, отмечают аналитики, в этом случае – если эмитент лишается инвестиционного рейтинга по версии двух из трех агентств «тройки» – у многих заемщиков сработают ковенанты, и они вынуждены будут досрочно погашать долги. В октябре 2014 года глава МЭР оценивал объем таких дополнительных досрочных выплат на уровне \$20-30 млрд.

### Геополитические риски

Резко обострилась ситуация на юго-востоке Украины, где возобновились полномасштабные боевые действия. В результате обстрела Мариуполя 24 января погибли 30 мирных жителей. Официальный Киев и ополченцы привычно обвинили в случившемся друг друга, Запад столь же традиционно возложил ответственность за эскалацию украинского конфликта на Россию.

На заседании Совета ЕС на уровне глав МИД, посвященном событиям в Украине, было принято решение о продлении до сентября 2015 года адресных санкций, срок которых истекает в марте, и дано поручение Еврокомиссии подготовить в течение недели дополнения к санкционным спискам.

Кроме того, по итогам встречи министров было решено начать подготовку «любых других необходимых мер», целесообразность которых будет рассматриваться на саммите ЕС 12 февраля. Как напоминает Коммерсант, в числе этих мер рассматривались запрет на поставки в Россию некоторых видов оборудования (в том числе для газовой отрасли), введение ограничений на покупку российских суверенных долговых обязательств, а также отключение РФ от системы SWIFT.

Необходимо отметить, что в сентябре 2014 года глава Минэкономразвития А.Улюкаев, комментируя предложение Европарламента отключить Россию от системы SWIFT, назвал это «безумием», сравнив этот шаг с «военными действиями».

Вместе с тем, политологи отмечают достаточно низкую вероятность введения новых жестких экономических санкций против России, учитывая отсутствие консенсуса внутри ЕС по этому вопросу, особенно после смены правительства в Греции. В число предвыборных обещаний лидера СИРИЗА, напоминают СМИ, входил отказ страны от следования санкциям, введенным государствами еврозоны против России.

### Снижение ставки ЦБ

На заседании 30 января ЦБ РФ неожиданно для аналитиков принял решение о снижении процентной ставки на 2 п.п., до 15%, учитывая, как говорится в сообщении, «изменение баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения экономики». Комментируя это решение, глава ЦБ Э.Набиуллина заявила, что снижение ставки позволит запустить кредитование реального сектора экономики, что является одной из задач антикризисного плана, но этого уровня по-прежнему достаточно для замедления инфляции.

В свою очередь, эксперты, комментировавшие очередной сюрприз от ЦБ, отметили, что снижение ставки ЦБ в условиях растущего инфляционного тренда может означать отход регулятора от логики таргетирования инфляции, которая настойчиво декларировалась самим ЦБ в последнее время. При этом заявление ЦБ о том, что декабрьское резкое повышение ставки привело к «стабилизации инфляционных и девальвационных ожиданий», по мнению ряда аналитиков, не выдерживает критики и будет негативно воспринято инвесторами.

Как констатировали в Интерфаксе, решение ЦБ оказало дополнительное давление на рубль, а события последних месяцев показывают, что трансляция ослабления рубля на розничные цены работает лучше всех прочих «трансмиссионных механизмов» в российской экономике.

### Прогнозы для экономики РФ

- Всемирный банк ожидает падения ВВП РФ в 2015 году на 2,9%. Причины ухудшения прогнозов – санкции, возможность продолжительной стагнации в еврозоне и устойчивый спад цен на нефть.

Как напоминает Интерфакс, еще в начале декабря в базовом сценарии Всемирного банка (средняя цена нефти в 2015 году – \$78 за баррель) прогнозировалось снижение экономики РФ на 0,7%, в пессимистичном (\$70 за баррель) – на 1,5%.

Новый прогноз ВБ, сообщает Коммерсант, не содержит информации о ценах нефти, которые в него заложены, однако, по косвенным показателям среднегодовые оценки цен Brent находятся на уровне \$60-65 за баррель.

- Европейский банк реконструкции и развития прогнозирует падение российской экономики в 2015 году на 4,8%, говорится в пресс-релизе банка. Прежний прогноз банка, опубликованный в сентябре, предполагал снижение ВВП на 0,2% в 2015 году.

Новый прогноз, говорится в сообщении, «основан на среднегодовой цене на нефть в \$58 за баррель и сохранении санкций. Так как структурные и циклические негативные факторы усиливают друг друга, слабая инвестиционная активность ставит под угрозу долгосрочные перспективы роста. Для борьбы с негативными процессами необходимы быстрый поворот в геополитическом кризисе и резкое улучшение бизнес-климата».

- МВФ ожидает падения экономики России в 2015 году на 3%, ранее он прогнозировал рост ВВП в этом году на 0,5%, - об этом сообщается в обновленном обзоре мировой экономики. Среди основных причин ухудшения прогноза аналитики назвали резкое снижение цен на нефть и геополитическую напряженность.

#### Макроэкономическая статистика

- По данным ЦБ, чистый отток капитала в 2014 году составил \$151,5 млрд – в 2,5 раза больше, чем в 2013 году. Почти половина оттока пришлась на IV квартал – \$72,9 млрд. В ЦБ уточняют, что в этом квартале был впервые использован механизм предоставления валютной ликвидности банкам на возвратной основе, в связи с чем \$19,8 млрд оттока капитала носят временный характер.

- ЦБ РФ сообщил, что золотовалютные резервы в 2014 году снизились на \$124,1 млрд, или на 24,4%, составив на конец года \$385,5 млрд. При этом снижение резервов в декабре на \$33,4 млрд было максимальным в прошлом году, по абсолютной величине оно уступает только снижению резервов в январе 2009 года (\$39,4 млрд) и в октябре 2008 года (\$72,2 млрд).

- Росстат представил данные за декабрь: промпроизводство выросло на рекордные за почти три года 3,9% г/г (в целом за год – на 1,7%), рост оборота розничной торговли ускорился до максимальных за два года 5,3% (+2,5%), снижение инвестиций составило 2,4% (-2,5%), реальные доходы населения упали на 7,3% (-1,0%, первое годовое снижение с 2000 года).

Главным драйвером динамики этих показателей эксперты называют декабрьский валютный кризис и ускорение инфляции, спровоцировавшие, в частности, резкий всплеск потребительского спроса и падение реальных доходов. При этом, полагают в БКС, оказавшаяся лучше ожиданий статистика по промпроизводству и инвестициям могла быть обусловлена тем, что предприятия руководствовались той же логикой, что и население: завершить все, что можно, перед кризисом, по максимуму забрать положенное из бюджета – по оценке Минфина, расходы декабря составили почти четверть годовых назначений (3,2 из 14 трлн рублей).

- По данным Росстата, ВВП РФ в 2014 году вырос на 0,6%. Рост экономики в 2014 году стал минимальным с 2009 года, когда ВВП упал на 7,8%. Объем ВВП за 2014 год, по предварительной оценке Росстата, составил в текущих ценах 70,98 трлн рублей.

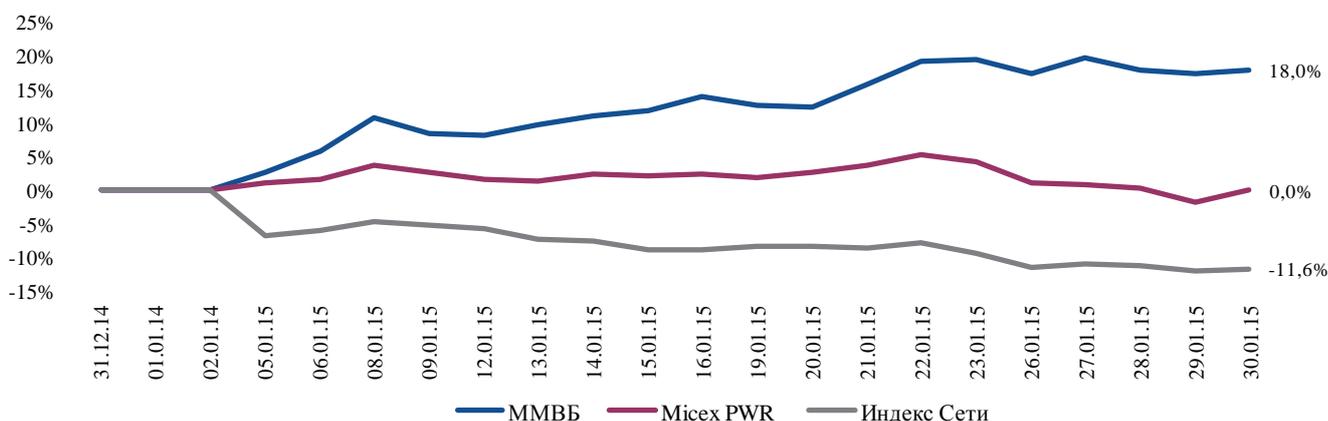
Консенсус-прогноз аналитиков по росту ВВП в 2014 году составлял 0,5%, и, по мнению экспертов, вышедшие лучше ожиданий данные Росстата в основном отражают декабрьский ажиотаж.

- Интерфакс сообщил, что исходя из данных Росстата, по состоянию на 26 января инфляция в годовом выражении могла вырасти до 13% с 12,5% неделей ранее. В целом по итогам 2015 года Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», февраль 2015 г.

в Минфине ожидают инфляцию на уровне 12,5%, в ЦБ прогнозируют рост потребительских цен в январе 2016 года на уровне «ниже 10%».

### Рынок акций компаний электроэнергетики

Динамика отраслевого индекса MicexPWR, завершившего январь с нулевыми изменениями, выглядела значительно хуже динамики индекса ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, снизился на 11,6%.



В целом новостной фон для сектора носил умеренно негативный характер:

- Помощник президента РФ А.Белоусов заявил, что вопрос повышения уровня индексации тарифов монополий в 2015 году пока не рассматривается. Как напомнил Интерфакс, индексация тарифов на 2015 год рассчитывалась исходя из официального прогноза Минэкономразвития по инфляции на 2014 год – 7,5%, тогда как фактическая инфляция составила 11,4%.

В Morgan Stanley отметили, что отстающая от инфляции динамика индексации тарифов монополий является одним из основных рисков для компаний электроэнергетики, а под наибольшим давлением в 2015 году окажутся акции компаний сетевого сектора с высокой долей регулируемых доходов.

- Вице-премьер А.Дворкович провел совещание с профильными ведомствами и представителями энергокомпаний по мониторингу ситуации в электроэнергетике, на котором обсуждались предлагаемые отраслью и Минэнерго антикризисные меры.

В числе этих мер Интерфакс и Ведомости, в частности, называют следующие:

- пересмотр прогноза социально-экономического развития на 2015 год;
- ужесточение платежной дисциплины;
- оптимизация инвестиционных программ госкомпаний;
- компенсация выпадающих доходов сетевых компаний от «последней мили», сглаживания НВВ по RAB, неучтенного перекрестного субсидирования, льготного техприсоединения;
- введение оплаты резерва мощности сетевых компаний, а также механизма take-or-pay;
- отсрочка увеличения налогов для генкомпаний (водный, экологический и т.д.), введение механизма вывода избыточной мощности;
- повышение сбытовых надбавок для ГП с учетом роста процентных ставок.

При этом, сообщили Ведомости, к антикризисным предложениям Минэнерго есть претензии у ФАС и Минэкономразвития. В частности, представитель МЭР заявил, что финансовую устойчивость энергокомпаний важно обеспечить не за счет реального сектора экономики, а за

счет оптимизации финансовых потоков внутри самого сектора, назвав сокращение инвестпрограмм госкомпаний самой правильной инициативой Минэнерго.

В НП «Сообщество потребителей энергии» также не согласны с предложениями Минэнерго. Как констатировал глава НП, вместо повышения эффективности отрасли и использования обширных резервов энергокомпаний, накопленных в прошедшие годы, Минэнерго предлагает в очередной раз списать все риски и финансовые проблемы энергетиков в платежи потребителей.

По информации газеты Ведомости, накануне этого совещания НП «Совет производителей энергии» направило письмо в Минэнерго, в котором отмечается, что экономический кризис в стране обострил проблемы генерирующих компаний, что может снизить надежность работы энергосистемы. В частности, в НП обратили внимание на риски роста неплатежей на ОРЭМ и задержки вводов новых энергоблоков из-за роста процентных ставок по кредитам, ослабления рубля и роста инфляции. В качестве мер поддержки сектора генкомпаний, в том числе, предлагают ввести льготное кредитование для финансирования инвестпрограмм под проценты не выше инфляции, индексировать тарифы с учетом реальной инфляции, компенсировать девальвацию рубля в плате за мощность.

- Газета Ведомости сообщила, что на совещании по безаварийной работе энергокомпаний в праздничные дни, прошедшем 6 января, вице-премьер А.Дворкович призвал государственные энергокомпании пересмотреть инвестпрограммы в трудных экономических условиях. По словам вице-преьера, «сейчас главное – надежность электроэнергетического комплекса, а не погоня за инвестициями».

При этом А.Дворкович сообщил, что РусГидро и Интер РАО должны представить предложения по корректировке инвестпрограмм уже в январе. В то же время, заявил вице-премьер, проекты в Киргизии по строительству ГЭС (РусГидро) и тепловых электростанций в Калининградской области (Интер РАО), «безусловно, сохранятся».

*«Новость может поддержать акции электроэнергетических компаний, в первую очередь государственных – РусГидро, Интер РАО и компаний группы Россети, так как сокращение инвестиционных программ может улучшить показатель чистого денежного потока»,* - полагают аналитики Газпромбанка.

В свою очередь в Deutsche Bank отметили, что госкомпании в основном нацелены не на эффективность или целесообразность инвестиций, а на инвестиции в принципе. При этом аналитики подчеркнули, что инвестиции сетевых компаний почти не окупаются: формально компании регулируются по методу RAB (обеспечивает возврат доходности на инвестированный капитал), но фактически правительство просто индексирует тарифы, не обеспечивая возврат.

- По информации Коммерсанта со ссылкой на данные НП «Совет рынка», платежная дисциплина на оптовом энергорынке резко ухудшилась: за первые три недели января долги уже приблизились к пиковому уровню начала 2013 года, достигнув 54 млрд руб. При этом, пишет Коммерсант, в регуляторе не указывают причины роста долга.

В НП гарантирующих поставщиков и энергосбытовых компаний называют два фактора – ухудшение платежной дисциплины перед энергосбытчиками на розничном рынке и резкий рост ставок при кредитовании кассовых разрывов, до 35-40%. В свою очередь, в генкомпаниях считают, что при высоких ставках потребителям и энергосбытам выгоднее кредитоваться за счет ОРЭМ – сбыты могут класть поступающие платежи на депозит и зарабатывать на процентах даже с учетом выплаты пеней, что ведет к росту дебиторской задолженности генераторов.

В связи с этим генкомпания предлагают вдвое повысить пени за задержку платежа, которая сейчас составляет 18% годовых. Однако, сообщает Коммерсант, остальные участники рынка эту новацию не поддержали. В НП «Сообщество потребителей энергии» это предложение назвали «новым способом получения дохода для генкомпаний», обратив внимание, что ставки краткосрочных кредитов энергетикам в среднем составляет около 19-24%. В НП ГП и ЭСК

согласны, что штрафы должны быть выше цены банковских кредитов, но по всей цепочке платежей – потребители, услуги сетей по передаче, ОРЭМ. Аналогичной точки зрения придерживаются в ФСК – в противном случае генераторы обеспечат себе безубыточность, но вырастут неплатежи сетям, когда при дефиците средств сбыты будут в первую очередь рассчитываться на ОРЭМ.

Рост неплатежей, констатировали в ВТБ Капитале, показал определенный дефект действующей системы рынка. Чтобы его исправить, регулятор должен привязать пени к фактической стоимости денег на рынке, чтобы исключить возможность арбитража, стимулирующего рост долга. Но основной риск неплатежей, полагают аналитики, все равно сохранится из-за сложного экономического состояния потребителей.

- По данным Системного оператора, потребление электроэнергии в России в 2014 году выросло на 0,4% г/г, до 1,035 трлн кВт.ч, выработка электроэнергии – на 0,1% г/г, до 1,046 трлн кВт.ч.

Потребление электроэнергии в ЕЭС России также увеличилось на 0,4%, до 1,014 трлн кВт.ч, выработка – на 0,1% г/г, до 1,025 трлн кВт.ч. Выработка ТЭС снизилась на 0,2%, до 621,1 млрд кВт.ч, ГЭС – на 4,4%, до 167,1 млрд кВт.ч, тогда как выработка АЭС выросла на 4,8%, до 180,3 млрд кВт.ч.

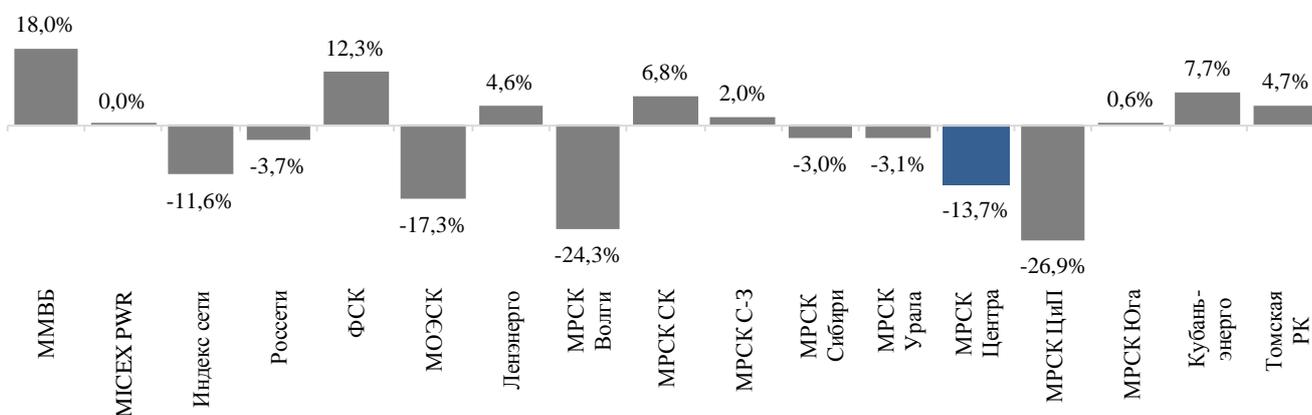
Как отмечает Коммерсант, незначительная позитивная динамика потребления электроэнергии в целом по прошедшему году была обусловлена 5%-м ростом показателя в холодном ноябре – до этого потребление по итогам 10 месяцев снижалось на 0,3% г/г.

- По информации СМИ, прогнозы по потреблению электроэнергии в 2015 году пока носят умеренно пессимистичный характер. В Системном операторе и Минэнерго ожидают стагнации энергопотребления на уровне 2014 года, тогда как в Совете рынка и потребители прогнозируют снижение показателя на 0,2-0,7% и не менее чем на 1% соответственно.

*«Снижение объемов инвестиций в основной капитал, неблагоприятный прогноз ситуации на внутреннем и внешних рынках, а также прогнозируемое сокращение ВВП на 4-5% без учета климатического фактора приведет в 2015 году к сокращению электропотребления не менее чем на 1-2%»,* – цитирует Коммерсант главу НП «Сообщество потребителей энергии» В.Киселева.

### Рынок акций электросетевых компаний

В январе капитализация электросетевых компаний изменилась разнонаправленно. Тем не менее, индекс Сети понизился на 11,60%, существенно хуже рынка, главным образом, за счет снижения акций МОЭСК, МРСК Волги и МРСК Центра и Приволжья.



Новостной фон для компаний электросетевого сегмента носил неоднозначный характер:

- По информации газеты Ведомости, в антикризисном плане Минэнерго наибольшее внимание было уделено проблемам сетевых компаний. Россетям предлагается компенсировать выпадающие доходы от ликвидации договоров «последней мили» (оценивались в 57 млрд руб.), сглаживания RAB-регулируемого (около 159 млрд руб.), неучтенного перекрестного субсидирования и льготного техприсоединения в том числе за счет бюджета. По мнению Минэнерго, компании также нужно оказать «финансовую помощь» в получении денежных средств на компенсацию процентных ставок по кредитам или создание механизма получения льготных кредитов.

Кроме того, в Минэнерго предлагают ввести бенчмаркинг операционных расходов при тарифном регулировании сетевых компаний, оплату резерва мощности, а также механизм take-or-pay.

Вместе с тем, полагают в Минэнерго, сетевым организациям в 2015 году нужно оптимизировать инвестпрограммы и эффективней работать с непрофильными активами – Россети, в частности, могут продать сбытовые компании. Также Россети должны «применять лучшие практики» в управлении «дочками», в том числе передавать их в доверительное управление.

- Ведомости сообщили о разработке Россетями плана по повышению финансовой устойчивости в кризис. В частности, по информации газеты, МРСК должны сократить инвестпрограммы, исключить авансирование по новым договорам подряда и не заключать контракты в валюте. Кроме того, Россети предлагают регулятору пересмотреть норму доходности на инвестированный капитал и проиндексировать тарифы 2015 года с учетом фактической инфляции.

Как отметили аналитики, возможные тарифные решения будут несомненно позитивны для компаний сектора, но шансы на их принятие малы. Более реалистичным, полагают эксперты, выглядит сокращение инвестпрограмм, которое улучшит отношение инвесторов к акциям компаний.

- Вице-премьер А.Дворкович на совещании по безаварийной работе энергокомпаний в праздничные дни заявил, что независимые ТСО, которые не справляются с работой, должны уйти с рынка. *«Есть проблемы с независимыми ТСО. Это одна из тем, которыми будем заниматься активно»*, - приводит Интерфакс слова А.Дворковича

- Вице-губернатор Томской области заявил, что французская ERDF, управляющая Томской РК (ТРК), не занималась инвестициями в электросетевое хозяйство региона, подчеркнув, что применительно к ТРК нельзя говорить об участии французского капитала в региональной экономике.

Ранее, напоминает Интерфакс, Россети подготовили корпоративную базу для изменения договора с ERDF на управление ТРК. Компания поручила своим представителям в совете директоров ТРК голосовать за включение в повестку дня собрания акционеров вопроса о досрочном прекращении полномочий управляющей организации ТРК – ООО «ЭДФ Сети Восток».

Комментируя эту информацию, аналитики ВТБ Капитала отметили, что перспективы приватизации МРСК становятся все более неочевидными.

### **ФСК**

- По информации Интерфакса со ссылкой на материалы сайта госзакупок, ФСК объявила открытый запрос предложений на право заключения договора на оказание услуг по проведению оценки плановой стоимости строительства объектов инвестпрограммы компании в 2015-2019 гг.

Кроме того, победитель 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.

Ранее, напоминает Интерфакс, глава компании А.Муров заявлял, что ФСК с высокой долей вероятности в 2015 году может скорректировать свою инвестиционную программу на 2015-2019 гг.

При этом, как сообщили Ведомости, комментировавшие антикризисный план Минэнерго, рассматривавшийся на совещании у вице-премьера А.Дворковича, представитель ФСК заявил, что компания в 2015 году может сократить инвестиции со 108 до 70-75 млрд рублей.

- Аналитики Deutsche Bank, комментируя интервью главы ФСК газете Ведомости, назвали одним из главных его пунктов заявление А.Мурова о возможном снижении инвестпрограммы ФСК на 25-30% в рамках возможной реализации антикризисного плана. В то же время, отметили в Deutsche Bank, они хотели бы видеть более значительное сокращение капитальных вложений – до 65 млрд руб. в год с текущих 95-100 млрд руб.

- Интерфакс со ссылкой на источники в профильных ведомствах сообщил, что ФСК обратилась в Минэкономразвития с просьбой рассмотреть возможность выделения компании 100 млрд руб. из пенсионных средств, находящихся в доверительном управлении ВЭБа для финансирования инвестпрограммы в «наиболее сложные для компании периоды» – 2015-2016 гг. В качестве способа финансирования компания предложила приобретение ВЭБом ее инфраструктурных облигаций.

При этом один из собеседников Интерфакса подчеркнул, что прежде чем предоставить эти средства, ведомства намерены проанализировать, насколько эффективно ФСК расходовала ранее полученные от ВЭБа 100 млрд руб. на финансирование своей инвестпрограммы в 2012-2013 гг.

- Агентство Fitch вслед за аналогичными действиями в отношении суверенного рейтинга РФ снизило рейтинг ФСК с «BBB» до «BBB-», прогноз по рейтингу – «негативный».

- Агентство Moody's снизило рейтинг ФСК с «Baа3» до «Ba1» вслед за ухудшением суверенного рейтинга РФ. Таким образом, Moody's стало первым агентством из «большой тройки», которое присвоило ФСК рейтинг «мусорного» уровня. При этом рейтинг оставлен на пересмотре с «негативным» прогнозом.

- По информации СМИ, ФСК подала в суд на фонд Rusenergo Fund Limited и ООО «Энергофинанс», сумма иска – 20,3 млрд руб. Компания хочет взыскать долги по векселям Энергофинанса (Rusenergo является поручителем), срок погашения которых вышел 12 декабря 2014 года. В прошлом году, напоминают СМИ, с иском на 64 млрд руб. к Rusenergo Fund обратился ВТБ.

Аналитики скептически оценивают перспективы возврата этих средств, полагая, что ФСК вынуждена будет списать этот долг, что окажет существенное давление на чистую прибыль компании. Как полагают эксперты, наиболее вероятным сценарием будет банкротство Rusenergo Fund и распределение портфеля его активов между кредиторами.

### **Ленэнерго, МРСК Северо-Запада**

По информации РБК, Банк России предлагает собственникам банка Таврический убедить компанию Россети поучаствовать в санации банка. Это вариант, в частности, предусматривает, что «дочки» Россетей оставят в банке свои депозиты на 20 лет под 0,5% годовых. По данным агентства, в Таврическом «зависло» 13,5 млрд руб. Ленэнерго и 3 млрд руб. МРСК Северо-Запада.

Ленэнерго, писал Коммерсант, для реализации своих инвестиционных программ привлекало кредиты Сбербанка под 8,25–8,3% годовых и размещала их на депозитах в Таврическом под 10,5–11,5% годовых. При этом компания ставила достаточно жесткие условия подрядчикам: вместо получения аванса за свои работы они должны были кредитоваться в Таврическом. Таким образом, отмечает Коммерсант, Ленэнерго предоставляло банку недорогое фондирование и приводило клиентов. При этом, по информации издания, в дальнейшем Ленэнерго планировало выкупить блокирующую долю Таврического.

По мнению опрошенных РБК экспертов, если Россети согласятся на предложение, это будет первый случай в новейшей истории, когда кредиторы банка поучаствовали в санации проблемного банка. В то же время, полагают адвокаты компании «Юков и партнеры», чье мнение приводит РБК, если Ленэнерго не согласится на такое условие и Таврический станет банкротом, свои деньги компания будет возвращать долго и не факт, что вернет: корпоративные клиенты банков попадают в число кредиторов третьей очереди, процент удовлетворения их требований традиционно очень низкий.

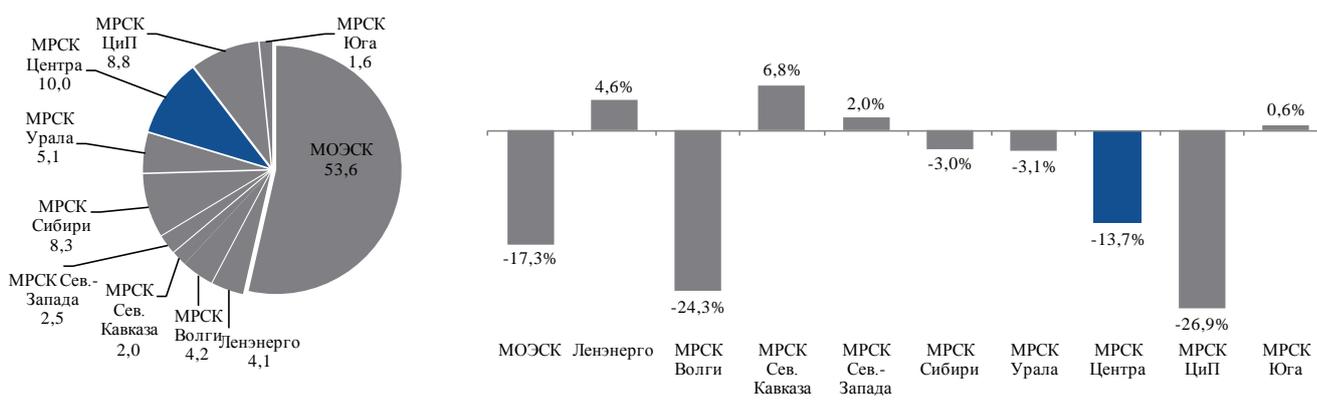
*«Такое решение может крайне негативно отразиться на деятельности компаний. По сути, это лишит компании средств на инвестиционную программу. ... Также с учетом того, что ставка в 0,5% годовых не отражает текущую стоимость размещения средств в банках, и вряд ли будет такой в ближайшие годы, то упущенная возможность от использования или инвестирования размещенных в банке средств будет крайне велика. Мы не исключаем, что акции компаний могут оказаться под давлением на данной новости»,* - говорится в обзоре Велес Капитала.

### **МОЭСК**

Интерфакс сообщил, что МОЭСК подала иск в Арбитражный суд Москвы против ООО «Энерго финанс» на сумму около 469 млн руб. Таким образом, это уже четвертый иск к этой компании за последние несколько месяцев – ранее иски к Энерго финанс и Rusenergo Fund (поручитель по ценным бумагам) подали ФСК (20,3 млрд руб.), РусГидро (11,4 млрд руб.) и ВТБ (64,3 млрд руб.).

*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 (%):



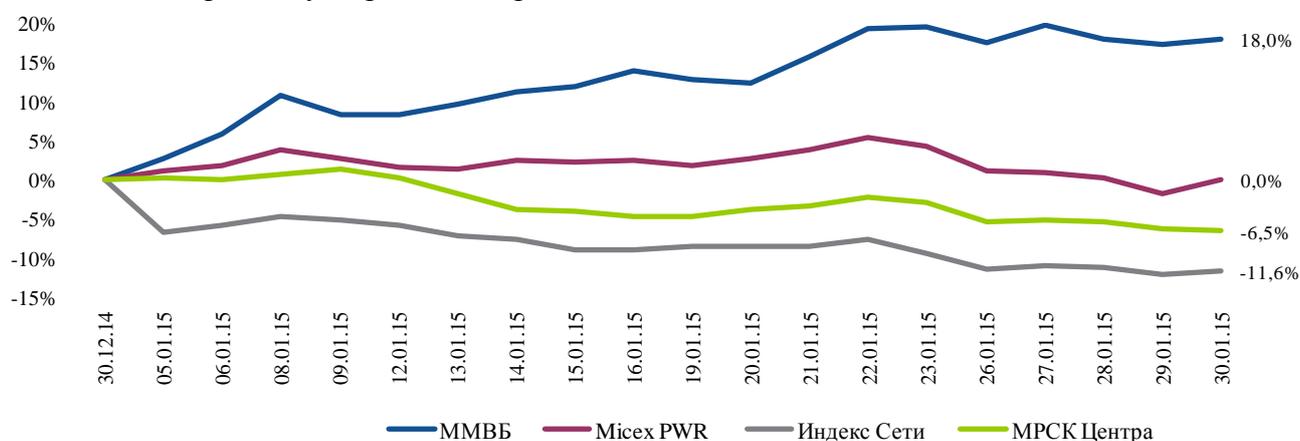
Значения капитализации МРСК в последний день отчетного и предшествующего периодов (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц, %
	30 декабря 2014	30 января 2015	
МОЭСК	64,8	53,6	-17,3%
Ленэнерго	4,0	4,1	4,6%
МРСК Волги	5,5	4,2	-24,3%

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц, %
	30 декабря 2014	30 января 2015	
МРСК Северного Кавказа	1,8	2,0	6,8%
МРСК Северо-Запада	2,4	2,5	2,0%
МРСК Сибири	8,5	8,3	-3,0%
МРСК Урала	5,3	5,1	-3,1%
МРСК Центра	11,5	10,0	-13,7%
МРСК Центра и Приволжья	12,0	8,8	-26,9%
МРСК Юга	1,6	1,6	0,6%

### Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением стоимости на 6,5% по ценам закрытия на Московской бирже – хуже рынка и отраслевого индекса МисехPWR.



Динамика акций МРСК Центра в январе, 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	1 641	82 800 000	20,1

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+основные режимы) оборот по акциям МРСК Центра в отчетном периоде составил 82 800 000 шт., или 0,2% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам по сравнению с предыдущим месяцем сократился в 9,2 раза, количество сделок сократилось в 3,6 раз. Среднедневной оборот торгов составил около 4,4 млн шт. – в 7,9 раз ниже показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> на Московской бирже в январе увеличился до 0,68% с декабрьских 1,41%. Максимальный спрэд в отчетном периоде достигал 1,06% (30 января), а минимальное значение спрэда составило 0,2% (12 января).

<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):

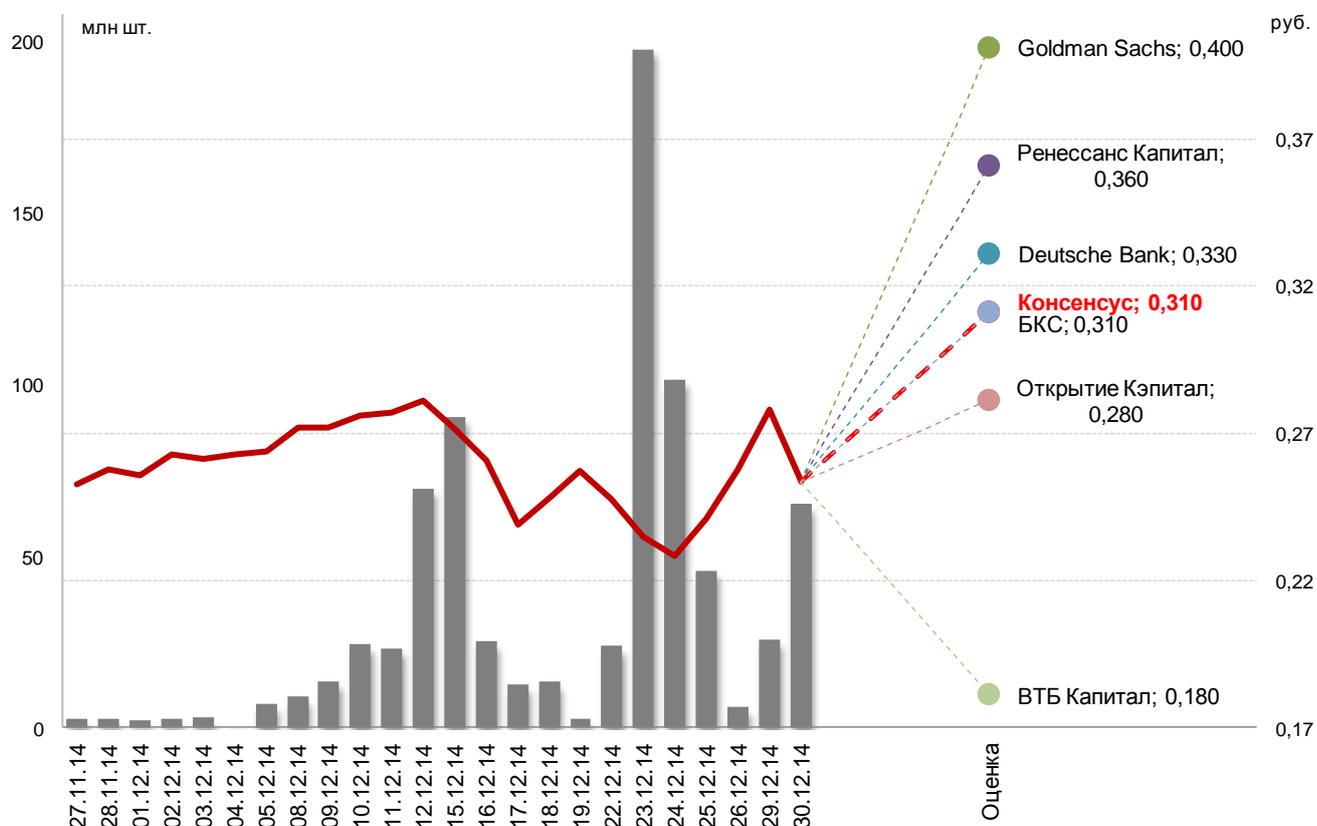
Компания	Аналитики	Дата обновления	Оценка в \$ <sup>1</sup>	Оценка в руб.	Рекомендация	Потенциал
<i>Оценки в рублях</i>						
1 Открытие Кэпитал	Бейден	09.12.2014	\$0,004	0,280 руб.	держать	19%
2 БКС	Гончаров	24.10.2014	\$0,005	0,310 руб.	держать	31%
3 Deutsche Bank	Булгаков	08.10.2014	\$0,005	0,330 руб.	покупать	40%
4 Ренессанс Капитал	Скляр	20.08.2014	\$0,005	0,360 руб.	покупать	53%
5 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	10.07.2014	\$0,003	0,180 руб.	продавать	-24%
6 Goldman Sachs	Дегтярев	22.05.2013	\$0,006	0,400 руб.	покупать	69%
<b>Консенсус</b>			<b>\$0,0045</b>	<b>0,310 руб.</b>		<b>31%</b>
<b>Текущая цена<sup>2</sup></b>				<b>0,236 руб.</b>		

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

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

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,310 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста акций 31%. Увеличение этого показателя на 8% в сравнении с месяцем ранее, главным образом, было обусловлено снижением текущей цены акций компании.

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



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

## Приложение – комментарии аналитиков

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

1. По сообщению Интерфакса, вице-премьер А.Дворкович призвал электроэнергетические компании пересмотреть инвестиционные программы в сторону снижения.
2. ФСК подала иск к Rusenergo Fund Limited и ООО «Энерго финанс» в Арбитражный суд Москвы по вопросу взыскания долга.
3. Газета Ведомости опубликовала интервью с председателем правления ФСК А.Муровым.
4. Помощник президента РФ А.Белюсов заявил, что власти страны пока не обсуждают вопрос повышения тарифов естественных монополий из-за ускорения инфляции.
5. По сообщению Ведомостей, Россети разработали план по повышению устойчивости в кризис.
6. По сообщению РБК, Ленэнерго и МРСК Северо-Запада могут привлечь к санированию Таврического банка.
7. По словам вице-губернатора Томской области, ERDF не занималась инвестициями в электросетевое хозяйство Томской области.

<b>06 января – По сообщению Интерфакса, вице-премьер А.Дворкович призвал электро-энергетические компании пересмотреть инвестиционные программы в сторону снижения</b>		
Газпромбанк	+	Сокращение объема инвестиционных программ может смягчить давление на балансы компаний в условиях потенциального снижения спроса на электроэнергию и роста процентных ставок. Важным моментом является также девальвация рубля, которая существенно влияет на стоимость инвестиционных программ, зависящих от импорта оборудования. <u>Новость может поддержать акции электроэнергетических компаний, в первую очередь государственных – РусГидро, Интер РАО и компаний группы Россети, так как сокращение инвестиционных программ может улучшить показатель чистого денежного потока.</u>

<b>15 января – ФСК подала иск к Rusenergo Fund Limited и ООО «Энерго финанс» в Арбитражный суд Москвы по вопросу взыскания долга.</b>		
БКС	-	Вероятность возвращения денежных средств невысока, что может повлечь за собой списание и оказать дополнительное давление на дивиденды ФСК.
Велес Капитал	-	ФСК подала в суд на фонд Rusenergo, пытаясь взыскать долги по векселям, срок погашения которых вышел 12 декабря прошлого года. Сумма иска составляет 20,3 млрд руб., из которых основной долг составляет 12 млрд руб. Это уже второй случай обращения в суд с целью взыскать долги с Rusenergo. В конце прошлого года ВТБ подал иск в суд с целью взыскать с фонда долг в 64 млрд руб. и теперь будет пытаться инициировать его банкротство. В нашем предыдущем отраслевом обзоре мы писали о фонде с указанием примерной структуры владения акциями. На наш взгляд остальные кредиторы (РусГидро и МОЭСК) последуют по стопам ФСК и ВТБ, при этом компании могут зафиксировать списание долга по итогам 2014 г. в полном объеме, что может привести к очередной просадке акций компаний. Также мы считаем, что в случае банкротства фонда кредиторы могут получить солидные пакеты акций энергетических компаний. <u>С учетом текущего отношения инвесторов к акциям электроэнергетических компаний крупного покупателя на данные активы будет найти достаточно проблематично.</u> Также затруднительной будет и продажа акций в рынок, поскольку даже по ликвидным бумагам объемы в разы превышают среднедневные обороты. Однако мы не можем полностью исключить варианта хотя бы частичной продажи акций в рынок в случае их перехода к кредиторам, что, несомненно, окажет давление на их курс.
Deutsche Bank	=	<i>Перевод с английского</i> Перспективы этого иска остаются туманными, но сумма достаточно существенна для ФСК при том, что ранее компания ее уже полностью списала.

<b>20 января – Газета Ведомости опубликовала интервью с председателем правления ФСК А.Муровым</b>		
Deutsche Bank	=	<i>Перевод с английского</i> Один из основных моментов интервью – сокращение инвестпрограммы ФСК на 25-30%. Мы бы хотели видеть более значительное сокращение капитальных расходов

		до 65 млрд руб. в год (с нынешних 95-100 млрд руб.). В общей структуре издержек стоимость иностранного оборудования занимает более 50%; тем не менее, издержки, как правило, зафиксированы и валютные риски несут подрядчики.
--	--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**21 января – Помощник президента РФ А.Белусов заявил, что власти страны пока не обсуждают вопрос повышения тарифов естественных монополий из-за ускорения инфляции**

Morgan Stanley	-	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p>Тарифы на 2015 г. были рассчитаны на основе официального сентябрьского прогноза Минэкономразвития по инфляции на 2014 г. на уровне 7,5%. Фактический уровень инфляции в 2014 г. составил 11,4%. Таким образом, запланированный уровень индексации тарифов в 2015 г. будет меньше инфляции в прошлом году. Ожидаемый уровень индексации тарифа определенным категориям потребителей будет немного превышать прогнозную инфляцию, но будет меньше фактической инфляции в 2014 г.</p> <p>Это один из главных рисков, которые мы выделяли ранее в наших отчетах. Мы считаем, что вероятность сокращения прибыли компаний с большей долей тарифной (регулируемой) выручки (Россети и ФСК) выше в такой ситуации, и их акции, скорее всего, останутся под давлением в 2015 г.</p>
----------------	---	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**23 января – По сообщению Ведомостей, Россети разработали план по повышению устойчивости в кризис**

Газпромбанк	+	<p>Сокращение инвестиционных программ поможет компаниям обустраивать свои долговые обязательства и ограничит потребность в привлечении нового более дорогого финансирования. Дополнительный рост тарифов с учетом текущего уровня инфляции может поддержать прибыльность сетевых компаний.</p> <p>О возможном сокращении инвестиционных программ в начале января сообщили официальные лица. <u>Дополнительное увеличение тарифов официально не подтверждено, но возможность такого развития событий может оказать поддержку котировкам Россетей и ее дочерним компаниям.</u></p>
БКС	+	<p><u>Слабо позитивно для акций</u>, поскольку вероятность того, что просьба компании о дополнительной индексации тарифа из-за более высокой, чем ожидалось, инфляции будет удовлетворена, невысока.</p>
Велес Капитал	+	<p>Мы считаем, что вероятность увеличения тарифной составляющей незначительна, поскольку усилия правительства были направлены на сдерживание инфляции, в результате чего во второй половине 2014 г. были заморожены тарифы. Однако <u>существенное снижение инвестиционных программ может положительно сказаться на настроении инвесторов к акциям МРСК.</u></p>

**27 января – По сообщению РБК, Ленэнерго и МРСК Северо-Запада могут привлечь к санированию Таврического банка**

Велес Капитал	-	<p>ЦБ настаивает на том, чтобы дочерние компании Россетей оставили свои депозиты в банке на 20 лет под 0,5% годовых. Такое решение может крайне негативно отразиться на деятельности компаний. Такое решение, по сути, лишит компании средства на инвестиционную программу. Так, размер инвестиций Ленэнерго на 2015 г. был запланирован в объеме 30 млрд руб., а на 2015-2019 гг. в размере 131,4 млрд руб. Также с учетом того, что ставка в 0,5% годовых не отражает текущую стоимость размещения средств в банках, и вряд ли будет такой в ближайшие годы, <u>то упущенная возможность от использования или инвестирования размещенных в банке средств будет крайне велика. Мы не исключаем, что акции компания могут оказаться под давлением на данной новости.</u></p>
---------------	---	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**28 января – По словам вице-губернатора Томской области, ERDF не занималась инвестициями в электросетевое хозяйство Томской области**

ВТБ Капитал	-	<p><i>Перевод с английского</i></p> <p>По сообщению Интерфакса, Россети намереваются отменить соглашение с EDF, согласно которому французская компания управляет Томской распределительной компанией. Будучи частью мер, направленных на сокращение издержек, предварительные предложения также предусматривают пересмотр вознаграждения руководства, которое должно быть выплачено EDF – сообщает агентство.</p> <p><u>Новость показывает, что перспективы как приватизации, так и операционного управления распределительными компаниями становятся более туманными, эти изменения, похоже, откладываются на более поздний период.</u></p> <p>Мы не меняем наш негативный взгляд на компании электроэнергетического сектора.</p>
-------------	---	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------