

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

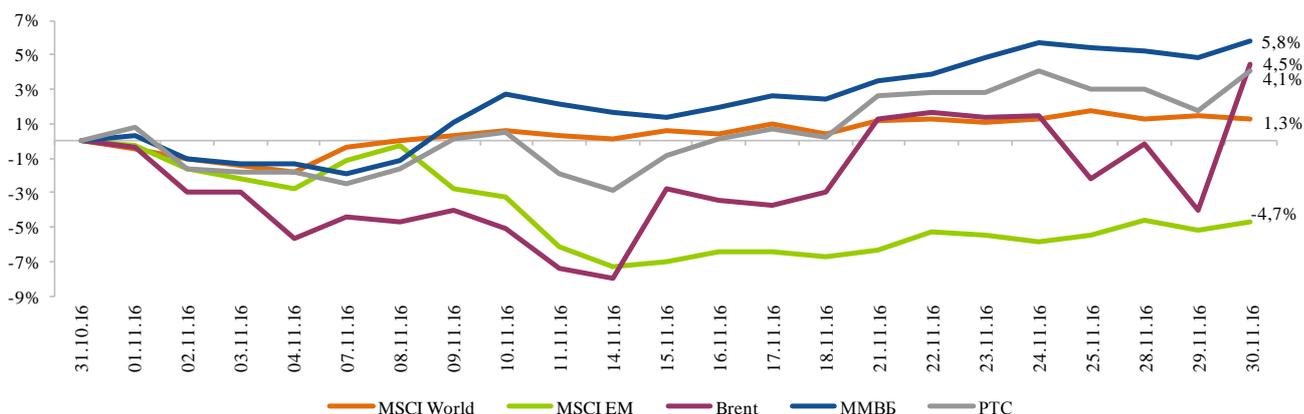


**Рынок акций ПАО «МРСК Центра»  
в ноябре 2016 года,  
прогнозы и рекомендации аналитиков  
по акциям  
ПАО «МРСК Центра»**

Москва, декабрь 2016 г.

## Международные и российский рынки акций

В ноябре индекс развитых стран MSCI World вырос на 1,3%, индекс развивающихся рынков MSCI EM снизился на 4,7%.



Главным драйвером динамики мировых финансовых рынков в отчетном периоде стала неожиданная победа Д.Трампа на президентских выборах в США.

Анализируя предвыборную экономическую программу нового президента, аналитики обратили внимание на ее существенные инфляционные риски – для ускорения роста экономики США Д.Трамп предлагает потратить на инфраструктуру до \$1 трлн, снизить налог на прибыль компаний с 35% до 15%, а также понизить ставки подоходного налога. В свою очередь рост инфляционных ожиданий повлек за собой усиление опасений инвесторов в отношении более активной, чем предполагалось ранее, реализации exit strategy американским ЦБ.

В совокупности оба этих фактора стали основанием для «тектонических», по определению аналитиков, изменений на мировых финансовых рынках. Упали цены US Treasuries (доходность 10-летних «эталонных» бумаг выросла до максимумов с июля 2015 года), спровоцировав масштабные распродажи облигаций по всему миру – стоимость этих активов, по оценке аналитиков Bank of America Merrill Lynch, рухнула на рекордные за 20 лет \$1,1 трлн, существенно укрепился американский доллар – индекс DXY поднялся до уровней 13-летней давности.

Основным бенефициаром этой волатильности стал американский фондовый рынок – MSCI USA в ноябре вырос на 3,4% вслед за акциями финансовых и промышленных компаний, которые, по мнению аналитиков, будут в наибольшем выигрыше от реализации планов нового президента США.

Более скромный в сравнении с американским рынком рост MSCI World в ноябре был в том числе обусловлен разнонаправленным движением основных европейских рынков, чье негативное влияние на динамику MSCI World было усилено значительным ослаблением евро к доллару – за месяц пара евро-доллар потеряла 3,6%.

Давление на европейские площадки в ноябре оказывало беспокойство инвесторов в отношении последствий референдума 4 декабря по конституционной реформе Италии. Как пишет газета Financial Times, отставка премьер-министра, предложившего эту реформу, в случае если граждане страны проголосуют против изменений, может поставить ряд итальянских банков на грань банкротства и спровоцировать панику в банковской системе еврозоны в целом.

Emerging markets в ноябре оказались под сильным давлением ожиданий ускорения процесса ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, спровоцированных проинфляционными планами нового президента США. Повышение доходности облигаций развитых стран стало еще одной причиной для выхода инвесторов из активов emerging markets, интерес к которым долгое время поддерживался возможностью проведения операций carry trade. На этом фоне наблюдалось резкое ослабление валют развивающихся стран к доллару – соответствующий индекс, рассчитываемый JPMorgan, в ноябре упал на 4,5%.

Как отметили в Bank of America Merrill Lynch, в ноябре инвестиционные перспективы развивающихся рынков существенно ухудшились. Если в октябре число управляющих, которые Управление по взаимодействию с акционерами ПАО «МРСК Центра», декабрь 2016 г.

отдавали предпочтение emerging markets, на 31% превышало число тех, кто придерживался противоположной точки зрения, то, по данным ноябрьского опроса, число покупателей и продавцов почти сравнялось. Такого сильного падения спроса на активы развивающихся стран не наблюдалось с февраля 2011 года.

В целом аналитики предупреждают о рисках усиления волатильности на мировых финансовых рынках, отмечая сохраняющуюся высокую степень неопределенности как в отношении реализации предвыборной программы Д.Трампа, так и их последствий для экономики США, и мировой экономики в целом. В первую очередь экономисты отмечают высокий инфляционный потенциал программы нового президента, что может способствовать ускорению процесса повышения ставки ФРС.

Что касается процентной ставки ФРС, рынки фактически уверены в неизбежности ее увеличения на декабрьском заседании на 0,25 п.п., до 0,5-0,75% – в последней декаде ноября, по данным Bloomberg, вероятность этого события составляла 100%. Этому способствовали как хорошая статистика, так и тональность заявлений руководителей ФРС. В США в октябре уровень безработицы снизился до 4,9%, рост ВВП в III квартале на 3,2% был максимальным более чем за два года, инфляция ускорилась до рекордных значений за два года, число новостроек и продажи домов на вторичном рынке жилья выросли до максимума за девять лет. В свою очередь, глава ФРС в своем первом публичном выступлении после прошедших президентских выборов сообщила, что американский ЦБ не намерен затягивать с повышением процентной ставки.

Индекс ММВБ в ноябре вырос на 5,8%. Поддержку российскому рынку оказали рост цен на нефть, улучшение отношения глобальных инвесторов к российским активам, улучшение прогнозов по экономике РФ от целого ряда международных институтов.

#### Цены на нефть

Цены на нефть Brent за месяц поднялись на 4,5% за счет 9%-го скачка 30 ноября на информации о том, что страны ОПЕК смогли договориться об ограничении добычи нефти на 1,2 млн баррелей в сутки. Эксперты пока осторожно комментируют ценовые перспективы рынка нефти, указывая, главным образом, на два фактора, которые могут ограничить рост цен диапазоном \$55-60 за баррель в среднесрочной перспективе: традиционно слабая исполнительская дисциплина в ОПЕК, увеличение предложения сланцевой американской нефти при ценах более \$50 за баррель.

#### Глобальные инвесторы

- По мнению аналитиков, опрошенных агентством Bloomberg, российский рынок является главным бенефициаром избрания Д.Трампа новым президентом США, а основной инвестиционной идеей на нашем рынке сейчас являются ожидания смягчения санкций в среднесрочной перспективе.
- Аналитики Bank of America Merrill Lynch подтвердили позитивный взгляд на фондовый рынок РФ, учитывая в том числе ожидаемое смягчение санкций против России. К такому выводу, говорится в обзоре, эксперты пришли после проведения ряда встреч с политиками и экономистами в Вашингтоне. В частности, изменение санкционного режима в отношении РФ может быть связано с прогрессом в выполнении Минских соглашений после усиления давления новой администрации США на Украину в части исполнения ею своих обязательств по этим соглашениям.
- Аналитики JPMorgan подтвердили оценку фондового рынка РФ на уровне «выше рынка», отметив в числе основных драйверов роста российских акций восстановление экономики РФ в 2017 году, ожидаемый рост цен на нефть до \$60 за баррель и существенный потенциал увеличения дивидендных выплат. При этом, по мнению экспертов, акции РФ обеспечивают наилучшую дивидендную доходность среди основных emerging markets.
- По данным Emerging Portfolio Fund Research, объем средств, поступивших в фонды, инвестиционная декларация которых ориентирована на российский фондовый рынок, за

неделю, закончившуюся 23 ноября, составил \$205 млн – это максимальный объем привлечения с марта 2014 года. Всего за две недели после избрания Д.Трампа, российские фонды привлекли \$360 млн, став лидером среди всех развивающихся стран – большинство страновых и региональных фондов только теряли инвесторов. В частности, за эти две недели фонды GEM потеряли более \$6 млрд, суммарные оттоки из фондов развивающихся рынков, по данным EPFR, составили \$7,3 млрд.

#### Ожидания по российской экономике:

- ЕБРР улучшил прогноз роста ВВП России в 2017 году с 1% до 1,2% – об этом говорится в докладе «Медленное начало роста на фоне глобальной нестабильности». Корректировку прогноза в банке объясняют ростом цен на нефть, восстановлением потребительского спроса и инвестиционной активности. По мнению экспертов ЕБРР, Россия прошла пик рецессии, чему способствовал рост цен на нефть во второй половине года, нивелировавший негативное влияние снижения производства и продолжающегося сокращения инвестиций.

- Всемирный банк улучшил прогноз снижения ВВП РФ в 2016 году до 0,6% с 1,2%, ожидавшихся в июньской оценке. По мнению ВБ, российская экономика пройдет пик кризиса во второй половине 2016 года, после чего начнет восстанавливаться – в 2017-2018 гг. банк ждет роста ВВП на 1,5% и 1,7% соответственно. Текущий сценарий ВБ для экономики РФ предполагает цены на нефть в 2016-2018 гг. на уровне \$43,3, \$55,2 и \$59,9 за баррель соответственно. Существенный рост нефтяных цен после 2016 года, поясняют эксперты ВБ, в том числе основан на предположении, что ОПЕК сможет договориться об ограничении добычи нефти.

- Европейская комиссия (ЕК) улучшила прогнозы для ВВП России на 2016-2017 гг. Согласно новым оценкам ЕК, экономика РФ в текущем году снизится на 1%, в 2017 году – вырастет на 0,6%, тогда как майский прогноз предполагал падение ВВП РФ в 2016 году на 1,9%, и рост в 2017 году на 0,5%. Улучшение прогноза ЕК, в том числе, было обусловлено ростом прогнозных цен на нефть в 2016-2017 гг. в сравнении с маем – на 10%, до \$45,2 за баррель, и на 19%, до \$54,7 за баррель соответственно.

- Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) улучшила прогнозы для ВВП России на 2016-2017 гг.: согласно ноябрьскому докладу ОЭСР, российская экономика в текущем году сократится на 0,8% и увеличится на ту же величину в 2017 году. Июньские оценки ОЭСР предполагали уменьшение российского ВВП в 2016 году на 1,7% и подъем на 0,5% в следующем году. *«После двух лет рецессии экономика вернется к росту в 2017 году, поскольку рост реальной заработной платы подстегнет потребление в частном секторе, а снижение процентных ставок поддержит инвестиции. Однако структурные «узкие места» по-прежнему затрудняют дальнейшую диверсификацию экономики. Сила восстановления также будет зависеть от подъема цен на нефть»,* – отмечают в ОЭСР.

- Международный валютный фонд (МВФ) ожидает снижения российской экономики в 2016 году на 0,6%, в октябре он оценивал его в 0,8%. При этом в июле фонд оценивал падение ВВП РФ в текущем году на уровне 1,2%, в апреле – 1,8%. *«Экономика выдержала воздействие двойного шока снижения цен на нефть и санкций и показывает признаки начинающегося оздоровления»,* – констатировали в МВФ. Тем не менее, прогноз на 2017 год фонд оставил прежним – рост на 1,1%, что, по мнению МВФ, будет отчасти обусловлено более высокими ценами на нефть.

- Агентство S&P ожидает, что экономика РФ начнет восстанавливаться в 2017 году – эксперты прогнозируют рост ВВП в 2017-2018 гг. на уровне 1,4% и 1,7% соответственно на фоне сдержанного повышения нефтяных цен.

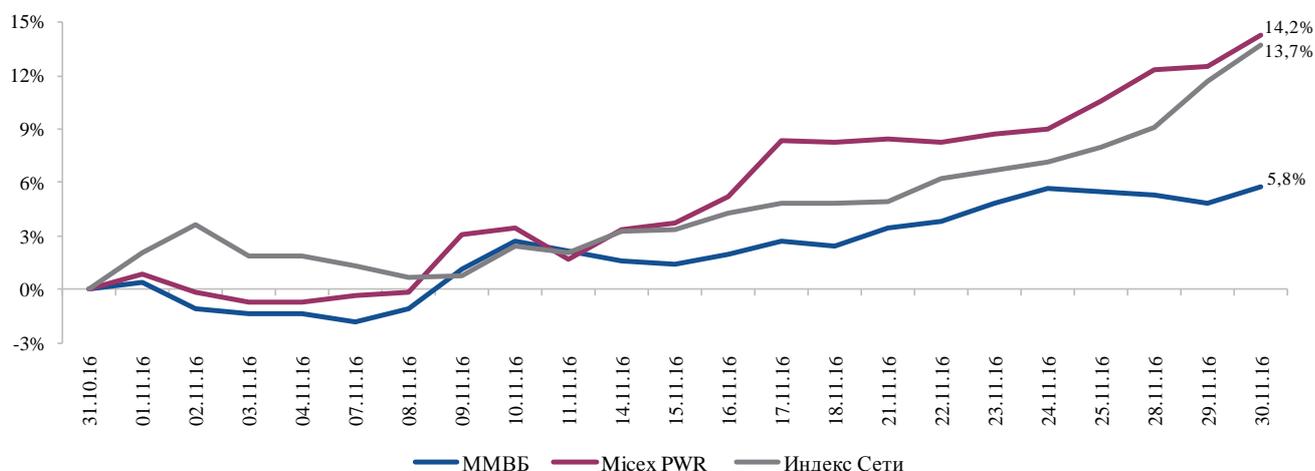
Собственный новостной фон также носил умеренно позитивный характер:

- По оценке Минэкономразвития, ВВП в III квартале с учетом исключения сезонного фактора вырос на 0,1% по сравнению со II кварталом. Таким образом, отмечает Интерфакс, можно констатировать, что российская экономика формально вышла из рецессии, в которой она находилась с III квартала 2014 года.

- По предварительной оценке Росстата, ВВП за январь-сентябрь снизился на 0,7% г/г, что совпадает с ранее сделанными расчетами Минэкономразвития. За 10 месяцев, по данным Минэкономразвития снижение составило те же 0,7% – в октябре ВВП со снятой сезонностью не изменился в сравнении с сентябрем. По итогам 2016 года Минэкономразвития ожидает снижения ВВП на 0,6%, консенсус-прогноз Bloomberg также предполагает сокращение экономики на 0,6%.
- Федеральный бюджет в январе-октябре исполнен с дефицитом в размере 1,58 трлн рублей, или 2,3% ВВП, говорится в сообщении пресс-службы Минфина о предварительной оценке исполнения бюджета. По итогам года в Минфине ожидают дефицита бюджета на уровне 3,9% ВВП. Принятый Госдумой в первом чтении проект федерального бюджета на 2017-2019 гг. предполагает последовательное сокращение дефицита на 1 п.п. в год – с 3,2% в 2017 году до 1,2% в 2019 году.
- По данным исследования IHS Markit, в октябре индекс деловой активности в обрабатывающих отраслях РФ достиг четырехлетнего максимума и составил 52,4 пункта против 51,1 пункта в сентябре, PMI в сфере услуг снизился до 52,7 пункта с 53 пунктов в сентябре. При этом, отмечают эксперты, сводный индекс деловой активности растет уже на протяжении девяти месяцев подряд.
- По данным Росстата, в октябре снижение промпроизводства замедлилось до 0,2% г/г после сокращения на 0,8% в сентябре, падение оборота розничной торговли и реальных доходов населения ускорилось до 4,4% и 5,9% после снижения в сентябре на 3,6% и 1,5% соответственно, безработица выросла впервые с марта – до 5,4% с 5,2% в сентябре.
- По данным ЦБ, чистый вывоз частного капитала из РФ в январе-октябре по сравнению с аналогичным периодом 2015 года снизился в пять раз до \$10,4 млрд. По итогам года ЦБ ожидает сокращения оттока капитала до \$14 млрд после оттока \$56,9 млрд в 2015 году.
- По данным Росстата, инфляция в октябре составила 0,4%, с начала года потребительские цены выросли на 4,5%, в годовом выражении инфляция в октябре замедлилась до 6,1% с 6,4% в сентябре. Официальный прогноз Минэкономразвития по инфляции в 2016 году равен 5,8%, базовый прогноз предполагает рост цен на 5,5-6%. При этом, сообщает Интерфакс, и ЦБ, и Минэкономразвития уже заявили, что по итогам года инфляция может быть ближе к 5,5%.
- Глава Минфина, выступая на заседании комитета Госдумы по бюджету и налогам, подтвердил, что исключений из правила выплаты госкомпаниями 50% чистой прибыли в виде дивидендов в 2017 году не будет. *«Исключения были сделаны в текущем году, в следующем году правительство четко определило, что таких исключений быть не должно»*, – цитирует Интерфакс А.Силуанова. При этом, напоминает агентство, ранее замглавы Минфина А.Моисеев заявлял, если государство сочтет, что акционерное общество нуждается в деньгах для реализации каких-либо проектов, оно может вернуть часть полученных дивидендов через субсидии.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Динамика отраслевого индекса МисехPWR, завершившего ноябрь ростом на 14,2%, выглядела лучше динамики индекса ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, вырос на 13,7%.



Отраслевой индекс МисехPWR завершил ноябрь лучше рынка в основном за счет роста акций РусГидро, акций ФСК и Россетей, акций Интер РАО.

Стоимость акций РусГидро в ноябре увеличилась на 18,3% на ожиданиях разрешения долговых проблем РАО ЭС Востока – РусГидро и ВТБ близки к завершению сделки по докапитализации РусГидро, Интерфакс сообщил, что компании могут компенсировать снижение тарифов на Дальнем Востоке. Акции ФСК (+17,1%) и Россетей (+23,9%) выросли на улучшении дивидендных перспектив этих бумаг после публикации хорошей отчетности ФСК по МСФО за девять месяцев. Акции Интер РАО (+11,8%) росли на информации о включении этих бумаг в индекс MSCI Russia и сильной отчетности по МСФО за девять месяцев.

Новостной фон для сектора в целом носил нейтральный характер:

- Агентство Fitch пересмотрело прогноз энергетического сектора РФ на «стабильный» с «негативного». В своем обзоре эксперты, в частности, отметили стабильность системы ДПМ для генкомпаний, несмотря на экономические сложности, и постепенное восстановление потребления электроэнергии. «Мы продолжаем рассматривать прогноз по рейтингам в российском энергетическом секторе на самостоятельной основе как стабильный, что отражает достаточный запас прочности по показателям кредитоспособности компаний, чтобы абсорбировать финансовый риск и, в меньшей степени, регулятивный риск», – говорится в сообщении Fitch.

- Потребление электроэнергии в 2016 году может увеличиться на 0,5-0,7% г/г, сообщил Интерфаксу замминистра энергетики В.Кравченко. «К сожалению, это в большой степени обусловлено природными факторами, то есть не видим серьезного роста потребления со стороны промышленности», – прокомментировал он эти ожидания.

- По информации СМИ, регуляторы российского энергорынка предлагают сохранить повышенные платежи за мощность после завершения ДПМ для поддержания инвестиционных возможностей генерирующего сегмента электроэнергетики. По оценке экспертов АКРА, речь идет о более 200 млрд руб. в год – на эту сумму в среднем будут ежегодно снижаться платежи по ДПМ в 2020-2026 гг. после прохождения пика выплат. При этом, отмечают аналитики, потенциальная потребность в этих средствах остается высокой – инвестиционный бум последних лет затронул только 15% мощностей.

В то же время, пишет Коммерсант, в профильных ведомствах пока нет единой точки зрения по механизмам сохранения этого денежного потока. В частности, в Минэкономразвития выступают против продления ДПМ и предлагают повысить цены КОМ или увеличить цены на РСВ в том числе за счет повышенной индексации цен на газ. В свою очередь, в Минэнерго пока не отказываются от идеи продления ДПМ, дополнительно рассматривая еще два механизма

Управление по взаимодействию с акционерами ПАО «МРСК Центра», декабрь 2016 г.

привлечения средств на модернизацию генерирующих мощностей: КОМ и механизм гарантирования инвестиций. При этом потребители традиционно выступают против сохранения увеличенной нагрузки на рынок. По словам главы ассоциации Сообщество потребителей энергии, сохранить выручку в отрасли рыночным способом невозможно – это взаимоисключающие условия.

- Интерфакс сообщил, что Минэкономразвития предлагает изменить методику определения доходности ОФЗ, используемой при расчете цены на мощность по ДПМ. По расчетам министерства, использование существующей методики может привести к росту нормы доходности по ДПМ в 2017 году до 17,2%, что *«не соответствует текущей макроэкономической динамике в части стабилизации процентных ставок и снижению стоимости долгового финансирования»*.

В частности, Минэкономразвития предлагает исключить из расчета ОФЗ, выпущенные в декабре 2014 года, что не позволит доходности по ДПМ вырасти более 11% в 2017 году и сэкономит потребителям мощности около 20 млрд руб.

- Аналитики Газпромбанка, проанализировав предложения Минфина по проекту бюджета РФ на 2017-2019 гг. в части дивидендов электроэнергетических компаний с госучастием, назвали акции ФСК самой привлекательной дивидендной историей в 2017 году. По оценке аналитиков, ФСК может выплатить рекордные дивиденды за 2016 год в размере 0,022 руб. на акцию, что предполагает дивидендную доходность 12,7%.

Для остальных госкомпаний сектора – Россетей, Интер РАО и РусГидро – прогнозы аналитиков по дивидендным выплатам за 2016 год не столь оптимистичны. Дивидендная доходность для акций этих компаний оценивается на уровне 6,3%, 4,4% и 3,0% соответственно. При этом в Газпромбанке полагают, что РусГидро будет единственной компанией, которая будет платить 50% чистой прибыли по МСФО, тогда как остальные – исходя из 50% прибыли по РСБУ.

- По данным НП Совет рынка, задолженность на ОРЭМ по состоянию на конец октября выросла на 13,4% г/г, до 58,1 млрд руб., большая часть из которых пришлась традиционно на Северо-Кавказский федеральный округ – 64,2%. На розничном рынке задолженность энергосбытовых компаний и гарантирующий поставщиков в январе-сентябре выросла на 14,4% г/г, до 212,6 млрд руб. К концу октября эта сумма, по оперативной информации НП, могла вырасти до 237,3 млрд руб.

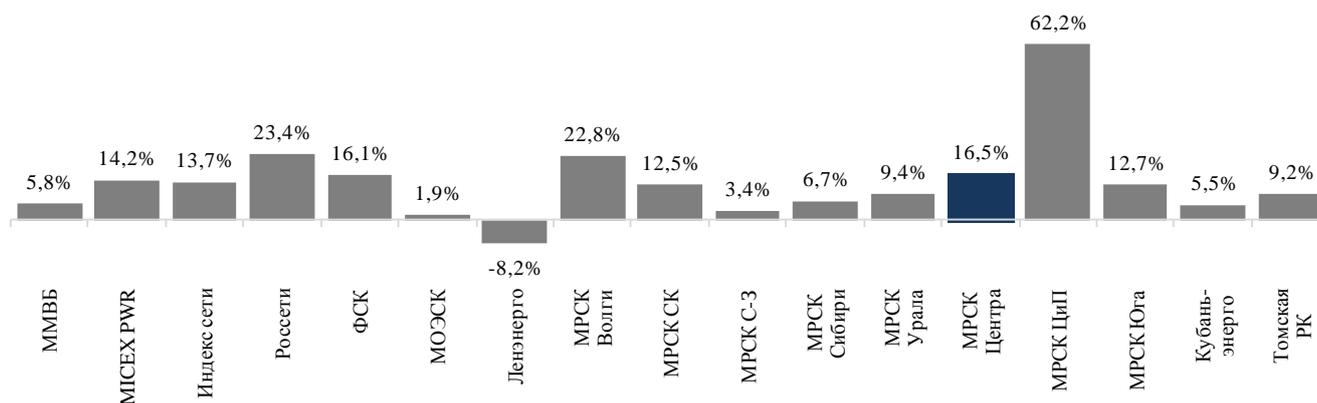
- Коммерсант сообщил, что Минэнерго включило Крым в перечень зон свободного перетока, что в дальнейшем позволит ввести республику в первую ценовую зону ОРЭМ (как полагают в ФАС – с 1 января 2017 года). Технически, отмечает газета, Крым уже соединен энергомоном (400 МВт) с ЕЭС России, но фактически полуостров относится к неценовым зонам ОРЭМ. В результате сейчас цены на электроэнергию в регионе в среднем в 1,5 раза ниже среднероссийских.

По мнению экспертов АКРА, одним из мотивов включения Крыма в оптовый рынок могла стать необходимость компенсации инвестиций в строительство двух новых ТЭС в Симферополе и Севастополе суммарной стоимостью 71 млрд руб. Присоединение к первой ценовой зоне позволит перенести затраты на строительство станций в Крыму по принципу ДПМ в цену всех потребителей европейской части РФ и Урала.

- По данным Росстата, производство электроэнергии в России в январе-октябре выросло на 1,3% г/г, до 879 млрд кВт.ч.

- По данным Системного оператора, в октябре потребление электроэнергии в ЕЭС России и РФ в целом выросло на 1,5% и 1,4% г/г, до 89,2 и 91,5 млрд кВт.ч соответственно из-за более низкой в сравнении с прошлым годом температуры наружного воздуха.

## Рынок акций электросетевых компаний



Большинство акций электросетевых компаний завершили отчетный период уверенным ростом в ожидании сохранения высоких дивидендных выплат в 2017 году. Из общей динамики выделяется рост капитализации МРСК Центра и Приволжья на 62% на спекуляциях о возможном объединении этой компании с МРСК Центра.

Из общих новостей компаний электросетевого сектора можно отметить следующие:

- По информации Интерфакса, Минэнерго по-прежнему сомневается в обоснованности использования принципа «инфляция минус» для индексации тарифов компаний электросетевого сегмента.

Министр энергетики РФ призвал замглавы ФАС В.Королева изучить состояние электросетевого комплекса в привязке к тарифообразованию. В частности, министр привел в пример РЖД, у которых в тарифах учитываются затраты по методу «cost плюс фактически». «По электроэнергетике предлагается уровень «инфляция минус» – совершенно непонятно, в чем обоснованность», – заявил А.Новак.

Замглавы Минэнерго В.Кравченко заявил, что ведомству «не сильно» нравится текущий подход к индексации тарифов сетей на передачу электроэнергии по принципу «инфляция минус». При этом, по его словам, в сетевом комплексе много проблем, в том числе: перекрестное субсидирование, «последняя миля», сглаживание RAB, льготное присоединение. В то же время, отметил замминистра, происходит очень существенное снижение инвестпрограмм сетевых компаний – «по некоторым регионам они вообще фактически нулевые». «В нашем понимании ещё год-два и будет не очень хорошо сетям», – процитировал Интерфакс его заключение.

- Интерфакс сообщил, что Росимущество отменило приватизацию небольших пакетов «дочек» Россетей – соответствующие аукционы должны были состояться в декабре 2016 года. Как пишет Интерфакс со ссылкой на распоряжение Росимущества, решение об отмене было принято на основании проекта указа президента России «О развитии ПАО «Российские сети», проекта распоряжения правительства об увеличении уставного капитала Россетей и письма Минэкономразвития от 7 октября 2016 года.

Ранее Росимущество опубликовало на своем сайте ряд распоряжений о подготовке к продаже федеральных пакетов в ряде МРСК, условия приватизации представлены в таблице:

МРСК/РСК	Количество акций	Стоимость пакета, руб.	Рыночная стоимость пакета, руб.	Премия/дисконт к рынку
МРСК Центра	192 182 731	50 600 000	62 459 388	-19,0%
МРСК Волги	944 647 299	27 681 000	40 572 601	-31,8%
МРСК Сибири	52 611 656	2 859 000	3 288 229	-13,1%
МРСК Юга	69 125 536	2 695 896	3 331 851	-19,1%
Томская РК, ао	27 500 000	10 973 000	10 587 500	3,6%
<b>Итого</b>		<b>94 808 896</b>	<b>120 239 568</b>	<b>-21,2%</b>

## Россети

В центре внимания инвесторов остаются дивидендные перспективы компании.

- Аналитики Промсвязьбанка, констатируя, что электроэнергетический сектор остается недооцененным *«... в условиях повышения маржинальности и устойчивых ожиданий роста дивидендной доходности»*, подчеркнули, что *«с фундаментальной точки зрения по-прежнему весьма привлекательны здесь акции Россетей»*.

- Аналитики Газпромбанка, комментировавшие предложения Минфина по дивидендам госкомпаний в 2017-2019 гг., отметили, что прогноз по дивидендам Россетей, основанный на проекте бюджета, вызывает ряд вопросов. В частности, в проекте бюджета сообщается, что чистая прибыль Россетей по РСБУ составит в 2016 году всего 23,7 млрд руб. – это скорректированный результат, не включающий переоценку дочерних компаний. Кроме того, аналитики обратили внимание на то, что объем дивидендных поступлений в федеральный бюджет от Россетей не отражен в проекте документа, несмотря на утвержденный коэффициент дивидендных выплат – 50% чистой прибыли по РСБУ.

По оценкам аналитиков, если Россети выплатят в качестве дивидендов 50% скорректированной чистой прибыли по РСБУ, дивидендная доходность за 2016 год составит 6,3%. В среднем за 2016-2018 гг. эксперты прогнозируют достаточно скромную дивидендную доходность на уровне 3,0%.

- По информации РИА Новости, правительство поручило Минэкономразвитию проработать вопрос о базе для расчета дивидендов Россетей – в частности, Минэкономразвития должно определить, включать ли прибыль от переоценки стоимости акций ДЗО в базу для расчета дивидендов.

Из текущих новостей можно отметить информацию Интерфакса о том, что Prosperity Capital, миноритарный акционер МРСК Центра, инициировал судебное дело о взыскании убытков с Россетей и ряда представленных в совете директоров МРСК Центра менеджеров Россетей. Сумма исковых требований, связанных с договором между МРСК Центра и Россетями об оплате МРСК Центра услуг холдинга по организации функционирования электросетевого комплекса составляет 872,3 млн руб. и учитывает цену договора и проценты.

Миноритарии подчеркивают, что те действия, которые Россети выполняют по этому договору, не являются услугами, *«а в большинстве случаев представляют собой различные формы реализации прав и функций»* самого холдинга как основного акционера МРСК и как созданной государством компании для реализации политики в области электроэнергетики. В связи с этим миноритарии требуют исключения такой практики и компенсации всех причиненных МРСК Центра убытков.

Аналитики БКС полагают, что информация СМИ об иске Prosperity Capital Management к Россетям является негативной для отношения инвесторов к акциям Россетей.

## ФСК

Компания опубликовала сильную отчетность по МСФО за девять месяцев: выручка увеличилась на 30% г/г, до 165,5 млрд руб., скорректированная EBITDA – на 24,5%, до 97,5 млрд руб., чистая прибыль выросла на 85,6%, до 59,2 млрд руб.

Аналитики позитивно оценили представленную отчетность, отметив, главным образом, хорошие дивидендные перспективы акций ФСК. В частности, по оценкам экспертов Кит Финанс и Промсвязьбанка, текущая дивидендная доходность акций ФСК с учетом прогнозов по чистой прибыли за 2016 года составляет 14-15%. При этом в Кит Финанс отметили, что ФСК – одна из наименее рискованных дивидендных идей в российской энергетике: *«компания может заплатить половину прибыли не столько во исполнение требований Минфина и/или правительства, сколько для того, чтобы перенаправить средства выше по холдинговой структуре»*.

В то же время аналитики ВТБ Капитала, во-первых, обратили внимание на то, что дискуссии насчет размера payout ratio для компаний с госучастием и возможных исключениях все еще идут, и, во-вторых, напомнили о ранее анонсированном компанией намерении выплачивать

дивиденды из прибыли, обеспеченной денежным потоком – речь идет о скорректированном показателе чистой прибыли, в том числе и на межамортизационную разницу в РСБУ и МСФО. В связи с этим эксперты при оценке дивидендных перспектив акций ФСК по итогам 2016 года предлагают все же ориентироваться на бизнес-план компании, который предусматривает выплату около 12 млрд руб. дивидендов.

### МОЭСК

Интерфакс со ссылкой на заявление директора департамента корпоративных финансов МОЭСК сообщил, что МОЭСК закладывает в долгосрочные планы выплату дивидендов на уровне 50% от чистой прибыли по РСБУ. По итогам 2015 года, отмечает Интерфакс, компания направила на дивиденды 68,32% от чистой прибыли.

Как напоминает Интерфакс, ранее компания разрабатывала особый механизм выплаты дивидендов, по которому планировала зафиксировать величину совокупной доходности на одну акцию и возможность выплаты спецдивидендов для ее достижения. Предполагалось, что общая акционерная доходность может быть зафиксирована на уровне 12%. Однако затем в компании взяли «творческую паузу» по этому вопросу, сообщили в МОЭСК.

В отчетном периоде аналитики БКС и Ренессанс Капитала представили обновленные оценки и рекомендации по акциям компаний электросетевого сегмента.

### БКС

Аналитики используют для оценки электросетевых компаний два подхода – методы дисконтирования денежных потоков (DCF) и дисконтирования дивидендных выплат (DDM), модель DDM в итоговой оценке сетевых компаний получила 100%-й вес.

	PT Rb/sh	Upside			Rate	EV/EBITDA			DY			FCF Yield		
		Result (w-avg)	On DDM	On DCF		2016	2017	2018	2015	2016	2017	2016	2017	2018
Russian Grids	<b>1.10</b>	<b>5%</b>	5%	-21%	<b>Sell</b>	3.0	3.0	3.0	1%	5%	6%	6%	1%	4%
Fed Grid Co.	<b>0.19</b>	<b>10%</b>	10%	-23%	<b>Hold</b>	3.4	3.5	3.9	8%	11%	11%	9%	2%	3%
MOESK	<b>0.67</b>	<b>-25%</b>	-25%	-100%	<b>Sell</b>	3.4	3.5	3.6	14%	10%	8%	-14%	-15%	-18%
MRSK Center	<b>0.24</b>	<b>-26%</b>	-26%	-76%	<b>Sell</b>	3.2	3.1	3.2	3%	8%	11%	-15%	-9%	-10%

Source: Bloomberg, BCS

В целом, по мнению экспертов, электросетевой сегмент фундаментально не привлекателен для инвесторов в условиях незначительного роста тарифов и высоких капитальных затрат компаний. В этой связи в БКС полагают, что доходность свободного денежного потока для компаний этого сегмента не превысит 10%. Между тем в обзоре отмечается, что дивидендные выплаты останутся на привлекательном уровне, хотя и не для всех компаний – по мнению аналитиков, в этой связи интерес представляет главным образом ФСК.

### Ренессанс Капитал

Для оценки электросетевых компаний эксперты применяют DDM-модель, целевые цены акций были повышены в среднем в 2,5 раза, при этом четыре компании остались с нулевой оценкой. Эксперты также справочно представили оценки по DCF, согласно которым лишь пять компаний имеют положительную стоимость.

Несмотря на опережающий рост и улучшение рентабельности сектора, аналитики Ренессанс Капитала сохраняют рекомендацию «продавать» для всех распределительных компаний, за исключением «префов» Ленэнерго, рекомендация по которым была поднята до «покупать» на фоне значительного увеличения ожидаемых дивидендов.

Figure 1: TPs and ratings for Russian electricity grids

Company	Ticker	CP, RUB/share	Fair value DCF- based, RUB/share	DDM-based TP, RUB/share	Upside/ downside potential	Rating	Previous TP, RUB/share	Previous rating
South MRSK	MRKY	0.05	0.00	0.01	-81%	SELL	0.00	Sell
Lenenergo	LSNG	5.36	1.55	0.38	-93%	SELL	0.25	Sell
Lenenergo pref	LSNGP	48.15	13.90	57.67	20%	BUY	3.44	Sell
Siberia MRSK	MRKS	0.06	0.00	0.00	-100%	SELL	0.00	Sell
Urals MRSK	MRKU	0.16	0.00	0.00	-100%	SELL	0.00	Sell
Volga MRSK	MRKV	0.04	0.04	0.02	-63%	SELL	0.02	Sell
North Caucasus MRSK	MRKK	15.40	0.00	0.00	-100%	SELL	0.00	Sell
Moscow United DistCo	MSRS	0.87	0.00	0.08	-91%	SELL	0.56	Sell
Center MRSK	MRKC	0.33	0.26	0.27	-18%	SELL	0.10	Sell
North West MRSK	MRKZ	0.05	0.00	0.00	-100%	SELL	0.00	Sell
Kubanenergo	KUBE	74.80	42.09	29.20	-61%	SELL	0.00	Sell
Tomsk DistCo	TORS	0.38	0.00	0.03	-92%	SELL	0.05	Sell
Tomsk DistCo pref	TORSP	0.39	0.00	0.03	-93%	SELL	0.06	Sell
Center & Volga MRSK	MRKP	0.10	0.00	0.02	-85%	SELL	0.02	Sell
FSK	FEES	0.17	0.00	0.06	-64%	SELL	0.04	Sell
Rosseti	RSTI	1.02	0.00	0.30	-71%	SELL	0.03	Sell
Rosseti pref	RSTIP	2.28	0.00	0.50	-78%	SELL	0.10	Sell

С фундаментальной точки зрения сектор, по мнению экспертов, непривлекателен:

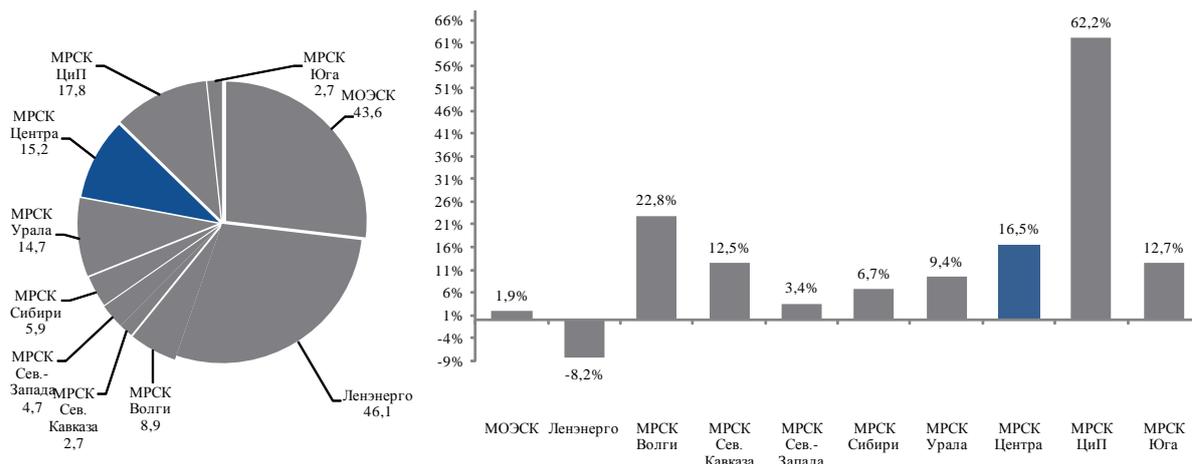
- Проанализировав высокие показатели прибыли компаний сектора в 2015-2016 гг., в Ренессансе пришли к выводу, что 40-50% от посленалоговой операционной прибыли большинства предприятий составляют единовременные доходы – в частности, комиссия за техподключение. По мнению экспертов, число фактических подключений высоко волатильно, что вызывает сомнения в финансовой устойчивости компаний в будущем – аналитики ожидают существенного падения прибыли после 2018 года.
- Коэффициент рентабельности инвестированного капитала (RoIC) по сектору в 2015 году, по расчётам аналитиков, составил 5-6% при среднем WACC на уровне около 12%, что влечет за собой разрушение стоимости компаний.
- По мнению экспертов, инвестиции распределенных компаний в настоящее время находятся на минимальных значениях и будут только расти в будущем, оказывая дополнительное давление на стоимость компаний – в Ренессансе ожидают новую волну инвестиций в 2016-2017 гг., с объемами в среднем на 20% выше, чем в 2015 году. Увеличенные дивиденды, полагают аналитики, также оказывают давление на денежный поток – для их выплаты компаниям приходится наращивать долги.
- Эксперты скептически относятся к решению правительства приватизировать отдельные МРСК к 2020 году – аналогичные заявления, отмечается в обзоре, делаются с 2006 года, в то время как доля Россетей в региональных распределительных компаниях только возрастает.

В то же время аналитики не исключают краткосрочной привлекательности акций ФСК, Россетей, МРСК Центра и привилегированных акций Ленэнерго, если правительство сохранит дивидендную политику в отношении компаний с госучастием.

Что касается более отдаленных перспектив, эксперты полагают, что пик прибыльности сектора в целом, и Россетей, ФСК в частности, будет пройден в 2016 году, и в дальнейшем RoIC компаний будет только снижаться, оказывая давление на дивидендную привлекательность акций сектора.

*Комментарии аналитиков по новостям электросетевого сектора представлены в Приложении.*

На следующих диаграммах представлены значения капитализации МРСК на конец отчетного периода (млрд руб.) и изменение капитализации компаний за месяц (%):

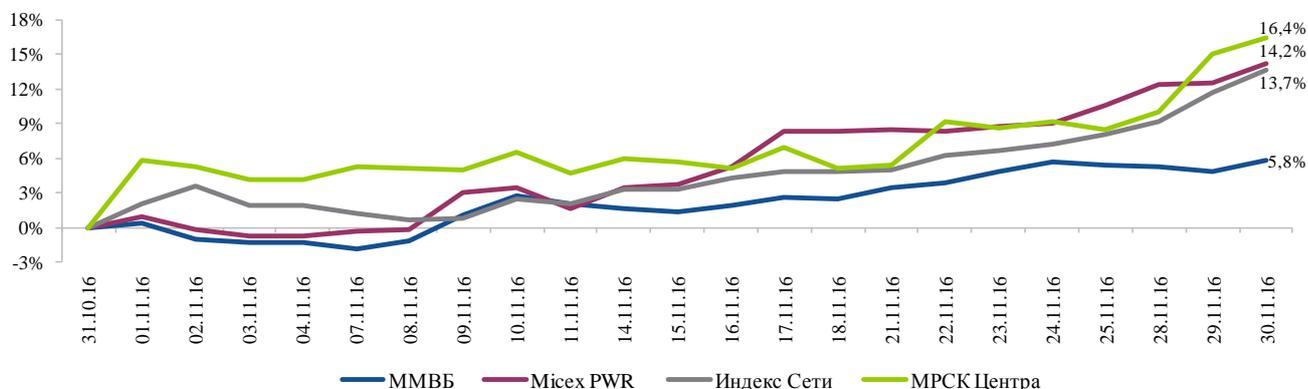


Значения капитализации МРСК в последний день отчетного и предшествующего периодов (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц
	31 октября 2016	30 ноября 2016	
	МОЭСК	42,8	
Ленэнерго	50,2	46,1	-8,2%
МРСК Волги	7,3	8,9	22,8%
МРСК Северного Кавказа	2,4	2,7	12,5%
МРСК Северо-Запада	4,5	4,7	3,4%
МРСК Сибири	5,5	5,9	6,7%
МРСК Урала	13,5	14,7	9,4%
МРСК Центра	13,1	15,2	16,5%
МРСК Центра и Приволжья	11,0	17,8	62,2%
МРСК Юга	2,4	2,7	12,7%

### Рынок акций ПАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили ноябрь ростом стоимости на 16,4% по ценам закрытия на Московской бирже – лучше индексов ММВБ и отраслевого МисехPWR, закончивших месяц повышением на 5,8% и на 14,2% соответственно.



Из текущих новостей компании необходимо отметить следующие:

- Совет директоров МРСК Центра и Приволжья назначил исполняющим обязанности гендиректора компании главу МРСК Центра, согласовав совмещение им должностей гендиректора компании и председателя правления МРСК Центра. Как ранее сообщали Россети,

введение единого управления в МРСК Центра и Приволжья и МРСК Центра направлено на улучшение производственной и финансовой эффективности компаний.

При этом, подчеркивает Интерфакс со ссылкой на источник в одном из федеральных ведомств, в данном случае речь идет только об объединении компаний на уровне управления, вопрос о переходе на единую акцию пока не стоит.

● В то же время, по информации ТАСС со ссылкой на источники в отрасли, Россети рассматривают возможность объединения МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья. По словам одного из собеседников, глава Россетей О.Бударгин уже провел совещание, где обсуждалась возможность слияния «дочек», которое рассматривается как один из шагов к возможному объединению сетевых активов Россетей.

Эксперты достаточно позитивно прокомментировали последствия возможного слияния МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья.

*«По сути, это объединение двух более-менее нормальных активов. Это может говорить о том, что объединенному активу, возможно, будет немного легче привлекать деньги. Этот масштаб может помочь ему дешевле и быстрее привлекать заемные средства»,* – считают в Райффайзенбанке.

*«Говоря с точки зрения инвестора, объединенная компания будет большая, с этой точки зрения ее будет удобно «торговать». В мелкую компанию никто не будет инвестировать. А портфельные инвестиции – да, ликвидность будет гораздо выше, что гораздо интереснее»,* – предположили в РСХБ Управление Активами.

*«Логично, что на уровне макрорегионов этот процесс начинается именно с МРСК Центра. Это крупнейшая электросетевая распределительная компания, динамично развивающаяся и обладающая позитивным бэкграундом в части решения актуальных для отрасли задач»,* – отметили в БК-Сбережения.

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	18 393	1 856 531 000	622,24

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+основные режимы) оборот по акциям МРСК Центра в отчетном периоде составил 1 856 531 000 шт., или 4,4% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам по сравнению с предыдущим месяцем вырос на 117%, при этом количество сделок увеличилось в 3 раза. Среднедневной оборот торгов составил около 88,4 млн шт. – на 117% выше показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> на Московской бирже в ноябре увеличился и составил 0,6%. Максимальный спрэд в отчетном периоде достигал 1,69% (1 ноября), а минимальное значение спреда составило 0,14% (30 ноября).

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

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

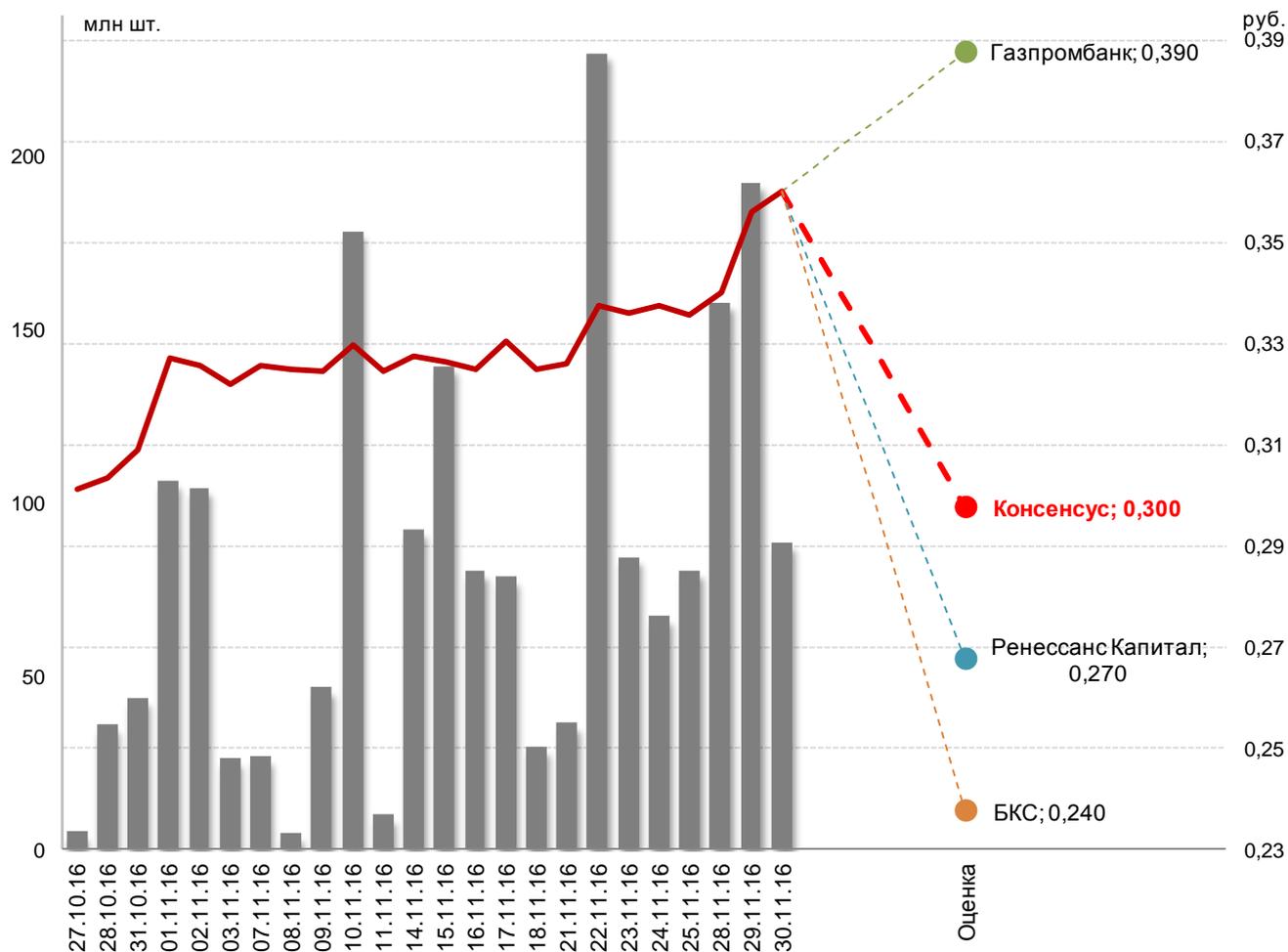
Информация о текущих рекомендациях аналитиков инвестиционных компаний представлена в таблице (цветом выделены оригинальные оценки, без конвертации в другую валюту):

Компания	Аналитики	Дата обновления	Оценка в \$	Оценка в руб.	Рекомендация	Потенциал
<i>Оценки в рублях</i>						
1 БКС	Гончаров	17.11.2016	\$0,004	0,240 руб.	продавать	-34%
2 Ренессанс Капитал	Скляр	03.11.2016	\$0,004	0,270 руб.	продавать	-26%
3 Газпромбанк	Тайц	22.07.2016	\$0,006	0,390 руб.	выше рынка	8%
<b>Консенсус</b>			<b>\$0,0046</b>	<b>0,300 руб.</b>		<b>-17%</b>
<b>Текущая цена</b>				<b>0,363 руб.</b>		

Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков

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

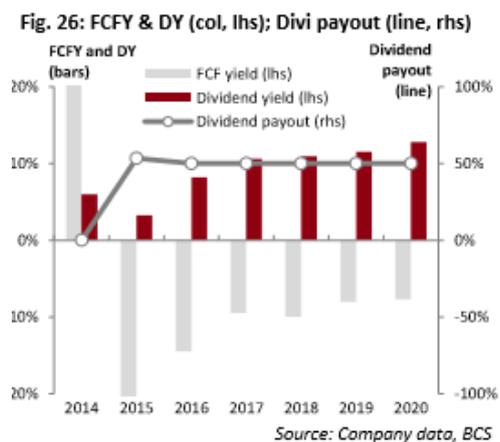
Графически оценки акций МРСК Центра аналитиками инвестиционных компаний и консенсус-прогноз выглядят следующим образом:



Источник: Московская биржа, quote.ru, отчеты аналитиков

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,3 руб. за акцию, что предполагает потенциал снижения стоимости акций 17%. Показатель за месяц снизился на 13 п.п. за счет увеличения консенсус-прогноза после повышения прогнозной оценки акций аналитиками БКС и Ренессанс Капитала, нивелировавшего рост стоимости акций.

Эксперты БКС повысили прогнозную стоимость акций МРСК Центра на 53%, до 0,24 руб. (на 27% ниже цены закрытия) и подтвердили рекомендацию «продавать».



В качестве позитивных драйверов аналитики отметили перспективы сохранения увеличенных дивидендных выплат и сокращение инвестпрограммы вслед за снижением темпов роста тарифов.

В то же время, отмечают эксперты, сдерживающим фактором для инвестпривлекательности этих бумаг являются незначительный рост тарифов в 2017-2019 гг. и маловероятная приватизация компании.

Дополнительным негативом для акций МРСК Центра, по мнению аналитиков, является повышенный в сравнении с прочими МРСК уровень долговой нагрузки – на уровне 24% Net Debt / EBITDA'15.

Ренессанс Капитал повысил оценку акций МРСК Центра в 2,7 раза, до 0,27 руб., сохранив рекомендацию «продавать». По мнению аналитиков, акции МРСК Центра представляют интерес в краткосрочной перспективе, принимая во внимание потенциальную высокую дивидендную доходность – на уровне 11% в 2016E, 17% в 2017E и 14% в 2018E.

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

1. ФСК ЕЭС отчиталась по МСФО за III квартал.
2. Prosperity Capital Management обратился в суд, требуя возместить убытки МРСК Центра от договора с Россетями

<i>17 ноября – ФСК ЕЭС представила финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2016 г.</i>		
БКС	+/=	<p>3К16 по МСФО – скромная динамика EBITDA и прибыли</p> <p><u>Взгляд БКС: Хотя накопленная за 9М16 прибыль выглядит впечатляюще, вклад 3К16 в показатель был скромным в сравнении с 1П16.</u></p> <p>Новость: ФСК представила финансовые результаты за 9М16 и 3К16. Телеконференция не проводилась.</p> <p>Анализ: Мы отмечаем следующие моменты:</p> <p><u>Позитивно</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>□ Сильная динамика накопленной прибыли за 9М16: EBITDA (скорректированная БКС) повысилась на 15% г/г, а чистая прибыль (также скорректированная БКС) – на 85% г/г. Рост был вызван в первую очередь высокими результатами 1П16, в частности на фоне неденежных доходов от продажи Нурэнерго (RUB 11.8 млрд).</li> <li>□ Уверенное увеличение выручки в 3К16 (+24% г/г) за счет доходов от: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Передачи электроэнергии (+8% г/г) в свете индексации тарифов с 1 июля (+7.5%)</li> <li>• Сбыта электроэнергии (более чем в 5 раз)</li> <li>• Услуг, оказанных по генподрядным договорам (+RUB 7.2 млрд)</li> <li>• Присоединения новых мощностей к сети (+21%)</li> </ul> </li> </ul> <p><u>Негативно:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>□ Скромный рост рентабельности в 3К16, в том числе: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Небольшое повышение EBITDA (+3% г/г), поскольку рост выручки частично нивелирован дополнительными операционными издержками на покупку топлива для мобильных газотурбинных подстанций, а также платежами субподрядчикам</li> <li>• Снижение чистой прибыли в (-2% г/г) из-за слабой динамики EBITDA</li> </ul> </li> </ul>
Кит Финанс	+	<p>За III кв. 2016 г. финансовый отчет ФСК ЕЭС выглядит не столь позитивно: чистая прибыль за квартал снизилась на 1,6%, составив 14,3 млрд. руб. Причем это не результат «бумажных» переоценок, просто расходы росли быстрее доходов – на 38,4%, тогда как выручка прибавила только 24,3%.</p> <p><u>Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ФСК ЕЭС с целевой ценой 0,2 руб. за акцию.</u></p> <p>ФСК – одна из наименее рискованных дивидендных идей в российской энергетике. Компания может заплатить половину прибыли не столько во исполнение требований Минфина и/или правительства, сколько для того, чтобы перенаправить средства выше по холдинговой структуре. И уже в дальнейшем Россети будут распределять полученный кэш – либо на дивиденды в помощь бюджету, либо на поддержку проблемных дочек. <u>При сохранении текущих тенденций дивиденд ФСК ЕЭС может составить 0,025 руб. на акцию – это соответствует текущей дивидендной доходности в 14,0%.</u></p>
Промсвязь банк	+	<p>Результаты ФСК интересны с точки зрения потенциальных дивидендов компании, если эмитент будет придерживаться директивы Минфина направлять на выплаты 50% от чистой прибыли. Прогноз рынка по чистой прибыли ФСК на 2016 год составляет 70 млрд руб., результаты за 9 мес. свидетельствуют о том, что компания вполне может оправдать ожидания и даже их превзойти. Отметим, что <u>если ФСК направит на дивиденды 35 млрд руб., то дивидендная доходность ее акций составит 15%.</u></p>
ВТБ	+/=	<p><i>Из Интерфакса</i></p> <p>Как отмечают в распространенном в четверг комментарии аналитики VTB Capital, в случае продления нормы для компаний с госучастием о выплате 50% от чистой прибыли, <u>дивидендная доходность за 9 мес. составила бы 13%.</u> При этом в комментарии упоминается о планах ФСК о выплатах акционерам из прибыли, обеспеченной денежным потоком (по сути, речь идет о скорректированном показателе, в том числе и на межамортизационную разницу в российском учете и МСФО). Минимальный размер дивидендов за 2016 год может составить 25% от чистой прибыли по МСФО и одновременно не ниже 2 млрд руб., сообщил ранее менеджмент.</p> <p>В VTB Capital напомнили о планах ФСК выплатить около 12 млрд руб. дивидендов по итогам текущего года. Дискуссии насчет размера payout ratio для компаний с</p>

		госучастием и возможных исключениях еще идут, но <u>в целом аналитики VTB Capital считают лучшим ориентиром в этом вопросе бизнес-план компании.</u>
<b><i>18 ноября - Prosperity обратился в суд, требуя возместить убытки МРСК Центра от договора с Россетями</i></b>		
БКС	-	<p>Миноритарный акционер требует возврата RUB 0.8 млрд МРСК Холдингу</p> <p>Взгляд БКС: <u>Хотя возвращение этой суммы маловероятно, новость негативна для отношения инвесторов к акциям Россетей.</u></p> <p>Новость: Prosperity Capital Management, миноритарный акционер МРСК Центра, подал иск к Россетям с требованием возместить RUB 0.8 млрд платы холдинга за услуги организации управления электросетевым комплексом за два года (2013-14 гг.), сообщает Коммерсантъ.</p>