

**Открытое акционерное общество  
«МРСК Центра»**

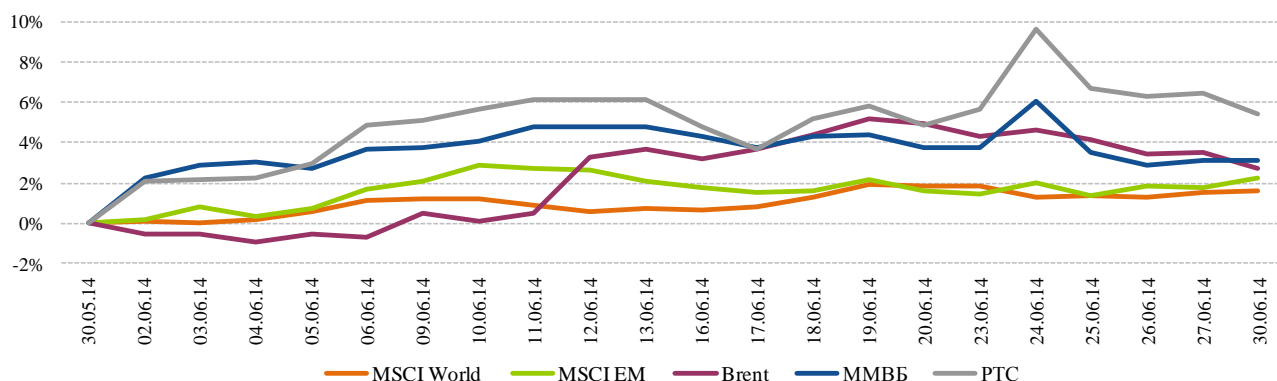


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»  
в июне 2014 г.**

Москва, июль 2014 г.

## Международные и российский рынки акций

В июне индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM выросли на 1,6% и 2,2% соответственно. В течение месяца индексы MSCI World, американские DJIA и S&P500 и немецкий DAX обновили свои исторические максимумы.



Поддержку фондовым рынкам в основном продолжает оказывать мягкая денежная политика ведущих мировых ЦБ:

- ЕЦБ снизил базовую процентную ставку на 10 базисных пунктов, до рекордно низких 0,15% годовых, и первым из крупнейших мировых ЦБ сделал отрицательной ставку по депозитам, опустив ее до минус 0,1%. Кроме того, М.Драги заявил, что центробанк проведет несколько раундов программы целевого долгосрочного кредитования, и сообщил, что банк проводит работу по подготовке к количественному смягчению.
- ФРС США снизила объем выкупа активов в рамках QE-3 на очередные \$10 млрд – до \$35 млрд в месяц и сохранила диапазон процентной ставки 0-0,25%. При этом Фрезерв подтвердил свои намерения удерживать ставки на текущем уровне в течение «существенного» периода времени после завершения программы выкупа активов и снизил прогноз по процентной ставке на долгосрочную перспективу.

Еще одним драйвером роста фондовых рынков в июне была американская статистика, свидетельствующая об уверенном восстановлении крупнейшей мировой экономики после провального I квартала, по итогам которого ВВП упал на максимальные за пять лет 2,9%. В мае безработица в США осталась на уровне 6,3% - минимум с сентября 2008 года, продажи новостроек в мае и индекс потребительского доверия в июне выросли до максимумов с 2008 года.

Вместе с тем сдерживающими факторами для фондовых рынков стали ухудшение Всемирным банком прогноза для мировой экономики и резкий рост цен на нефть:

- Всемирный банк снизил прогноз для мировой экономики на 2014 год до 2,8% с 3,2%, ожидавшихся ВБ в январе. Среди основных негативных факторов для мировой экономики в текущем году эксперты ВБ назвали плохую погоду в США, кризис в Украине и ребалансировку экономики в Китае.
- Цены на нефть выросли до уровней сентября 2013 года из-за резкого обострения ситуации в Ираке, где расширяется география вооруженного конфликта радикальных исламистов и правительственных войск. По мнению экспертов, эскалация конфликта в Ираке угрожает не только целостности страны, но и стабильности на всем Ближнем Востоке, страны которого входят в число крупнейших мировых поставщиков нефти.

Индекс ММВБ вырос в июне на 3,1% в том числе и на высоких ценах на нефть. Однако основным драйвером роста нашего рынка по-прежнему являются надежды инвесторов на политическое разрешение кризиса в Украине.

В конце месяца в Украине прошли консультации сторон конфликта с участием России и ОБСЕ, итогом которых стало достижение договоренностей о временном прекращении огня. Кроме того, начало политического диалога противоборствующих сторон стало одним из оснований для отмены Советом Федерации постановления от 1 марта о возможности использования ВС

России на территории Украины – соответствующее предложение в верхнюю палату российского парламента внес президент РФ.

На фоне ожиданий деэскалации украинского конфликта стоимость страхования облигаций РФ от дефолта, по данным Bloomberg, снизилась до минимума с января. Как отмечают аналитики, премия за риск, связанная с Украиной, практически сошла на нет – Россия дистанцируется от кризиса, что ослабляет опасения инвесторов в отношении новых санкций. Об улучшении отношения инвесторов к РФ свидетельствует и возвращение российских компаний на мировые рынки капитала – в июне разместили евробонды Альфа-банк, Сбербанк и Газпромбанк.

Сдержанным позитивом для нашего рынка стало также подтверждение агентством Moody's рейтинга РФ на уровне Baa1 – самом высоком из рейтингов «тройки» для РФ. Вместе с тем прогноз по рейтингу был снижен со «стабильного» до «негативного». Как говорится в сообщении, ухудшение прогноза отражает повышение чувствительности российской экономики к геополитическим рискам и ухудшение среднесрочного прогноза экономического роста. В то же время подтверждение самого рейтинга обусловлено стабильным бюджетом и положительным внешним сальдо.

В остальном новостной фон носил неоднозначный характер:

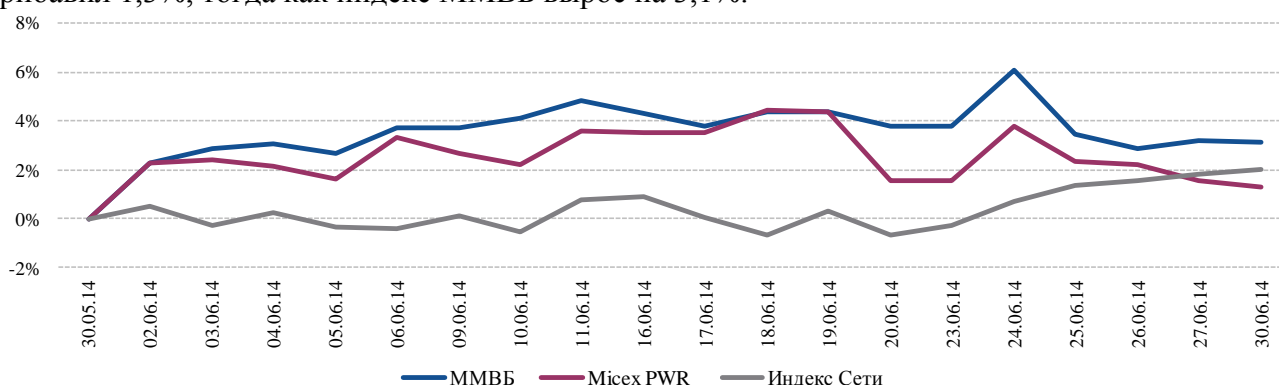
- Банк России сохранил ключевую ставку недельного репо на уровне 7,5%. При этом эксперты отметили усиление акцента регулятора на инфляционных рисках и заявление ЦБ о готовности повысить ставку в случае их реализации – по данным Росстата, инфляция в мае выросла до 7,6% г/г, обновив 33-месячный максимум.
- Всемирный банк прогнозирует рост ВВП РФ в 2014 году на 0,5%. Вместе с тем ВБ отмечает сохраняющиеся риски новых санкций в отношении России в случае роста напряженности в Украине. Ранее эксперты ВБ предупреждали, что при нарастании геополитической напряженности экономика РФ может упасть на 1,8% в текущем году.
- По оценке Минэкономразвития, рост ВВП за январь-май составил 1,1%. Комментируя эти данные, глава МЭР сообщил, что он не видит оснований для существенного снижения этого показателя по итогам всего года.
- По оценке МЭР, отток капитала из России за пять месяцев 2014 года составил \$80 млрд. По словам министра, в июне ожидается небольшой приток, прогноз по итогам года остается прежним – отток на уровне около \$90 млрд.
- Росстат представил блок неоднозначных данных по итогам мая: промпроизводство с учетом исключения сезонного и календарного факторов выросло на минимальные с февраля 0,1% г/г, снижение инвестиций замедлилось до 2,6%, что оказалось лучше ожиданий аналитиков, рост оборота розничной торговли замедлился до 2,1% – ниже прогноза, безработица снизилась до 4,9% с 5,3% в апреле, реальные доходы населения выросли на 5,8% - максимальные темпы подъема с апреля 2013 года.
- По данным HSBC, композитный PMI в мае упал до 47,1 пункта, что является минимумом за последние 5 лет. По мнению экономистов HSBC, эти данные указывают на то, что спад в российской экономике в ближайшие месяцы будет продолжаться.

В отчетном периоде JPMorgan повысил рейтинг российского фондового рынка с «ниже рынка» до «выше рынка». Аналитики считают, что акции РФ *«выигрывают от возвращения инвесторов на развивающиеся рынки, ускорения роста мировой экономики и снижения напряжения относительно ситуации на Украине».*

В свою очередь, аналитики BofA Merrill Lynch сообщили, что в списках компаний, которые заслуживают внимания инвесторов, Россия из аутсайдеров вышла в лидеры. *«Сейчас акции российских компаний недооценены и стоят дешево, несмотря на недавнее ралли. Причем дивидендная доходность российских акций почти сравнялась с прогнозируемым P/E»,* - отмечается в обзоре.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали худшую по сравнению с рынком в целом динамику: отраслевой индекс МисехPWR по итогам месяца прибавил 1,3%, тогда как индекс ММВБ вырос на 3,1%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

Динамика отраслевого индекса МисехPWR на протяжении всего месяца выглядела несколько хуже индекса ММВБ на нейтральном новостном фоне.

Из общеотраслевых новостей можно выделить следующую информацию:

- Как сообщил Интерфакс, правительство РФ приняло решение об индексации цен на мощность по итогам КОМ в 2014 году. При этом, согласно постановлению, индексация цен на КОМ будет отменена, начиная с 2015 года.

Аналитики ВТБ Капитала отметили ожидаемость этой информации – о вероятности индексации цен на мощность в 2014 году вопреки первоначальному предложению Минэкономразвития об их замораживании чиновники впервые заявили в феврале и затем неоднократно подтверждали эту информацию.

- По информации Интерфакса, Минэнерго предлагает до 1 сентября утвердить схему и программу развития ЭЭС России с учетом схемы развития республики Крым и Севастополя. При этом, сообщает Интерфакс, долгосрочные инвестпрограммы компаний, которые займутся проектами в Крыму, должны быть утверждены до 1 ноября текущего года вместо 15 августа. Речь идет, в частности, об инвестпрограмме ФСК.

- СМИ сообщили, что правительство утвердило распоряжение, согласно которому Роснефтегаз должен перечислить в казну 25% прибыли по итогам 2013 года, которая составила 160,9 млрд руб. по РСБУ. До этого, отмечают СМИ, в течение двух лет правительство изымало 95% прибыли Роснефтегаза.

Как пишут Ведомости, президент РФ еще осенью 2013 года поддержал позицию главы Роснефти И.Сечина, полагающего, что дивиденды Роснефтегаза целесообразнее использовать на инвестиции в компании ТЭКа. Сейчас, отмечает газета, правительство уже согласовало выделение Роснефтегазом до 40 млрд руб. РусГидро, обсуждается финансирование строительства новых ТЭЦ в Калининграде и выделение 30 млрд руб. для киргизских проектов Интер РАО. Кроме того, 50-55 млрд руб. от Роснефтегаза рассчитывает получить ДВЭУК за 23,5% акций Интер РАО, принадлежащих РусГидро и ФСК, предварительно выменяв их на свои активы.

- Ведомости сообщили, что Минэкономразвития подвергло критике проект Правил технологического функционирования электроэнергетических систем, подготовленный Системным оператором. Проект правил не соответствует заявленным целям и ухудшает положение как производителей, так и потребителей энергии, говорится в письме Минэкономразвития в Минэнерго от 4 июня.

В частности, по оценке МЭР, новые правила приведут к увеличению капвложений в строительство, включая около 9 ГВт мощности ДПМ, и необходимости модернизации действующих объектов. Как отмечают в министерстве, оценить масштаб необходимых

инвестиций сложно, но любое удорожание строительства энергообъектов обернется дополнительной нагрузкой для потребителей и ростом сроков окупаемости для энергокомпаний, а это *«в условиях стагнации экономики и ограничения роста тарифов представляется нецелесообразным»*.

В Системном операторе не согласны с критикой МЭР – по мнению представителя СО, ввод нового оборудования, которое не отвечает требованиям безопасности, приводит к расшатыванию энергосистемы, и ситуация может стать критической уже через 2-3 года.

В свою очередь, по словам директора НП «Сообщество производителей энергии» В.Киселева, непонятно, как определить уровень разумной надежности, а также кто оплатит избыточную надежность энергосистемы. Уже сейчас потребители оплачивают почти 50% резервируемой мощности энергосистемы, хотя по правилам достаточный резерв – около 20%.

- По информации Интерфакса, ФАС установила факт нарушения антимонопольного законодательства со стороны НП «Совет рынка» и ОАО «АТС», которые прописали в положении о предоставлении финансовых гарантий на ОРЭМ избыточные требования к финансовым организациям. В частности, от этих организаций требуют являться банком, соблюдать размер собственного капитала в сумме более 4 млрд руб. и иметь международный рейтинг долгосрочной кредитоспособности.

Как отмечает Интерфакс, этим требованиям не удовлетворяет даже банк Россия, который в середине июля 2014 года должен стать уполномоченной кредитной организацией, ответственной за расчеты на ОРЭМ – у этого банка есть только рейтинг национального рейтингового агентства Эксперт РА.

- Аналитики Fitch, комментируя постановление правительства об отмене индексации цен на мощность по итогам КОМ-2015, отметили, что решение правительства РФ о замораживании ряда тарифов для энергетических компаний в 2014-2015 годах показывает непредсказуемость регулятивной среды в стране, что является одним из основных сдерживающих факторов для рейтингов предприятий сектора.

Как говорится в обзоре, частое вмешательство государства в регулятивный режим увеличивает неопределенность вокруг деятельности компаний и, в результате, деловые и финансовые риски. Как следствие, российские энергетические компании не имеют рейтингов инвестиционной категории на самостоятельной основе, констатируют в Fitch.

- Согласно презентации Международного энергетического агентства «Россия-2014. Детальный обзор энергетической политики», российский рынок электроэнергии недостаточно прозрачен, основная часть информации о происходящих на нем процессах недоступна его участникам.

Специалисты МЭА полагают, что на ОРЭМ в РФ *«регулирование по факту и ценовое вмешательство остаются значительными»*. Большая часть регулируемых сегментов рынка, включая рынок мощности, требует частого вмешательства правительства РФ в формирование цен, что подрывает как ценовые сигналы, так и доверие участников рынка к конкурентным сегментам. Кроме того, в МЭА считают, что *«перекрестная структура собственности (газ и электроэнергия) и горизонтальная реинтеграция в крупные государственные компании создают условия для ценовых сговоров и злоупотребления доминирующим положением на рынке»*.

Тем не менее, пишет Интерфакс, несмотря на критику, в целом МЭА считает электроэнергетику РФ привлекательной для инвесторов. По словам представителя МЭА, во-первых, есть положительные примеры иностранных инвестиций в сектор, во-вторых, многие компании рассматривают такую возможность, в частности, китайские.

- По мнению экспертов BofA Merrill Lynch, представленному в обзоре «New direction – focus on China», наметившаяся переориентация российских энергетических потоков на Восток получит дополнительный импульс от китайской сделки Газпрома. При этом среди основных бенефициаров роста энергопотребления, обусловленного реализацией газпромовского проекта

Сила Сибири, из числа электроэнергетических компаний аналитики назвали РусГидро, Интер РАО и ФСК.

В частности, аналитики назвали позитивной для ФСК новость о подписании Россетями и Государственной электросетевой корпорацией Китая соглашения о совместном строительстве ЛЭП для увеличения экспорта электроэнергии в Китай, *«учитывая потребность в инфраструктуре, позволяющей экспортировать дополнительные объемы электроэнергии, отсутствие которой является сдерживающим фактором для строительства новых мощностей на Дальнем Востоке».*

- По данным Росстата, производство электроэнергии в РФ в январе-мае 2014 года снизилось на 2% г/г, до 454 млрд кВт.ч, в мае – сократилось на 0,6%.
- По сообщению Системного оператора ЕЭС, потребление электроэнергии в России в мае увеличилось на 0,3% г/г. Как отметили в Sberbank CIB, с начала 2014 года годовой рост потребления был зафиксирован впервые, в то же время эксперты по-прежнему полагают, что средний уровень потребления электроэнергии за 2014 год снизится как минимум на 0,5% в сравнении с 2013 годом.

### Рынок акций электросетевых компаний

Динамика акций электросетевых компаний выглядела лучше динамики отраслевого MircexPWR – индекс Сети вырос на 2,0%, индекс MircexPWR прибавил 1,3%.

Новостной фон для компаний сектора носил умеренно позитивный характер и включал, главным образом, ряд сообщений, касавшихся поиска правительством путей компенсации сетям выпадающих доходов от последних регуляторных решений.

В то же время давление на ФСК могла оказать информация о возможной передаче ФСК и РусГидро принадлежащих им долей в Интер РАО в пользу ДВУЭК в обмен на активы компании, оценивающиеся ДВУЭК в 50-55 млрд руб.

#### Поиск путей компенсации сетевым компаниям выпадающих доходов

- Во-первых, Интерфакс сообщил, что согласно постановлению правительства РФ №542 от 11 июня расходы сетевых компаний на инвестиции, связанные с техприсоединением, будут учтены в тарифе на передачу электроэнергии. Эти расходы будут включены в необходимую валовую выручку сетевых компаний, их размер будет определяться регулирующими органами в соответствии с методическими указаниями, которые ФСТ планирует подготовить в течение трех месяцев.

Как напомнили Ведомости, с 2015 года в плату за технологическое присоединение потребителей до 150 кВт будет включаться всего 50% инвестиционной составляющей (около 98% в стоимости техприсоединения), а с 2017 года она вообще будет исключена – такие изменения были внесены в законодательство весной. В результате, пишут Ведомости, Россети в 2015-2019 гг. недосчитаются 131 млрд руб.

По расчетам экспертов, компенсация расходов на техприсоединение может увеличить сетевые тарифы. При этом, по оценке ВТБ Капитала, показатель EBITDA Россетей в 2015–2019 гг. может оказаться на 10% выше прогнозов аналитиков.

Что касается потребителей, их негативная, как и предполагали в ВТБ Капитале, реакция была представлена в Ведомостях. *«Существующие тарифы на передачу по-прежнему ненормально высокие и иногда занимают больше половины в стоимости электроэнергии для конечного потребителя. Поэтому сейчас крайне важно было бы принять решение о замораживании сетевого тарифа еще на три года»*, - цитирует газета председателя Набсовета НП «Сообщество потребителей энергии» А.Старченко.

- Во-вторых, как сообщил Коммерсант, в условиях продолжающегося падения энергопотребления Минэнерго предлагает продлить механизм «последней мили» в ряде регионов, в которых наблюдается наибольший объем выпадающих доходов сетевых компаний

– Хакасии, Карелии и Марий-Эл. Россети, пишет Коммерсант, считают это единственным способом, позволяющим избежать увеличения тарифов, и обращались в Минэнерго с предложением о продлении «последней мили» в шести регионах – Белгородской, Курской, Липецкой областях, Карелии, Хакасии и Марий-Эл.

Между тем, как полагают в ФСТ, продление «последней мили» – крайний вариант, решение по компенсации выпадающих доходов нужно принимать исходя из экономики региона. Альтернативный путь – бюджетные субсидии, но Россети пока этого не предлагали. Для Хакасии одним из вариантов компенсации может быть доплата с 2015 года Саяногорского алюминиевого завода РусАла, пишет Коммерсант.

Впрочем, по словам главы набсовета НП «Сообщество потребителей электроэнергии» А.Старченко, промышленность не должна доплачивать сетям недополученные доходы, *«потому что ей никто не компенсирует снижение спроса на мировых рынках»*.

Отраслевые аналитики также скептически отнеслись к предложению Минэнерго, полагая, что продление действия механизма «последней мили» хоть и поможет частично сгладить негативный эффект для «дочек» Россетей, в целом проблема в регулировании электросетевой отрасли останется нерешенной.

● Наконец, по информации Коммерсанта, Минэнерго подготовило проект постановления правительства о смене ГП за долги перед сетевыми компаниями по схеме, аналогичной смене ГП за долги перед генерирующими компаниями. Министерство предлагает банкротить задолжавшие сбыты, а право занять их место на рынке продавать через конкурс с условием частичного погашения долгов.

По данным НП гарантирующих поставщиков и энергосбытовых компаний (НП ГП и ЭСК), долг ГП перед сетями с начала года вырос на 6 млрд руб. до 70 млрд руб., сети, в свою очередь, должны сбытам около 40 млрд руб. за компенсации потерь. За тот же период долг потребителей перед ГП вырос на 15-20 млрд руб.

Как впоследствии сообщил глава Россетей, при рассмотрении инвестпрограммы Россетей в правительстве дано поручение Минэнерго внести изменения в законодательство *«в части наведения порядка во взаимодействии со сбытами»*.

*«Мы расцениваем данную новость как позитивную, поскольку она указывает на продолжение поиска правительством путей компенсации сетевым компаниям выпадающих доходов от недавних регуляторных изменений («последняя миля» и техприсоединение)»*, - подытожили в Открытии.

#### Сделка по передаче долей ФСК и РусГидро в Интер РАО в пользу ДВЭУК

27 июня Интерфакс, сославшись на доклад Минэнерго о результатах аудита энергообеспечения ДФО, сообщил, что РусГидро и ФСК могут передать свои доли в Интер РАО – 4,92% и 18,57% соответственно – ДВЭУК для последующей их продажи Роснефтегазу. В свою очередь, ДВЭУК получит эти бумаги в обмен на построенные компанией объекты, которые будут переданы РусГидро и ФСК.

Сообщается, что реализация сделок по продаже введенных объектов ДВЭУК позволит обеспечить обратный поток потраченных бюджетных средств и формирование источника для реализации новых проектов развития энергетической инфраструктуры Дальнего Востока в целях снижения нагрузки на бюджет. Также это соответствует планам консолидации акций Интер РАО на базе Роснефтегаза.

При этом замглавы ДВЭУК Д.Селютин отметил, что компания намерена получить от этой сделки около 50-55 млрд руб. По его словам, стоимость генерирующих активов, которые могли бы отойти РусГидро, оценивается в 10 млрд руб., остальная часть приходится на сети. Как добавил Д.Селютин, схема может быть объявлена в ноябре-декабре 2014 года, ее параметры будут известны в августе.

Между тем, по информации Коммерсанта, в Минэнерго сообщили, что сейчас эта схема в министерстве не обсуждается, а в доклад она попала по инициативе независимых auditors. В

свою очередь, по словам главы ФСК А.Мурова, компания не получала официальных предложений ДВЭУК по поводу возможной передачи ей пакета ФСК в Интер РАО. Как добавил А.Муров, пока компания не рассматривает вариант продажи пакета в Интер РАО, отметив, что это «*директивный вопрос*».

Аналитики, комментировавшие информацию о возможной сделке, отмечали, что ее потенциальное влияние на ФСК является негативным, поскольку компания рискует получить низкомаржинальные активы по высокой цене. По расчетам JPMorgan, дополнительным негативом для ФСК может стать цена – принадлежащая компании доля в Интер РАО составляет 12% справедливой стоимости ФСК, рассчитанной на основе RAV. Впрочем, как полагают в Открытии, вероятность этой схемы крайне низка.

#### Прочие новости электросетевых компаний

● МРСК по итогам прошедших годовых общих собраний утвердили дивидендные выплаты по итогам 2013 года в соответствии с рекомендациями советов директоров.

	Дивиденды		Коэффициент выплат по РСБУ, %	Срвзв. цена, 27.06.2014	Дивидендная доходность
	Всего, млн руб.	На акцию, руб.			
МРСК Волги	17,858	0,00010	32,5%	0,01833	0,55%
МРСК Юга	6,974	0,00014	25,6%	0,03597	0,39%
МОЭСК	2910,249	0,05975	25,0%	1,24070	4,82%
Ленэнерго	106,229		25,0%		
обыкновенные		0,05610	15,0%	2,73200	2,05%
привилегированные		0,45560	10,0%	14,66300	3,11%
МРСК Северного Кавказа	134,392	0,86950	25,0%	17,22000	5,05%
Кубаньэнерго	0	0	-	67,99000	-
МРСК Урала	89,179	0,00102	25,2%	0,05851	1,74%
МРСК Северо-Запада	76,629	0,00080	25,5%	0,02776	2,88%
МРСК Сибири	0	0	-	0,07600	-
МРСК Центра и Приволжья	634,489	0,00563	25,0%	0,09386	6,00%
МРСК Центра	75,992	0,00180	26,0%	0,22330	0,81%

Как и предполагало большинство аналитиков, наибольшую дивидендную доходность продемонстрировали акции МРСК Центра и Приволжья – 6%. Впрочем, в Промсвязьбанке отмечали, что высокий показатель – следствие резкого падения цены акций в последний год, и «*их низкая ликвидность не позволяет сделать крупные ставки*».

● Ряд новостей касался взаимоотношений МРСК и ТСО, консолидация которых входит в стратегию Россетей, утвержденную правительством РФ в апреле текущего года.

Во-первых, как заявил гендиректор МОЭСК, компания в 2013 году направила на консолидацию сетей более 1,5 млрд руб. «*По результатам 2014 года мы сможем отчитаться о более эффективных результатах в вопросах консолидации сетей*», - добавил он. В целом, по словам главы МОЭСК, увеличение количества ТСО в регионе является «угрозой для бизнеса», доля компании на рынке снижается.

Во-вторых, Коммерсант сообщил, что ЛОЭСК может быть выкуплена менеджментом компании за 4-5 млрд руб. Сделка может состояться до конца июня, оплату планируется перечислить в рассрочку в течение двух финансовых лет. Как отмечает газета, слухи о возможной продаже ЛОЭСК на рынке появлялись с 2012 года, и наиболее вероятным покупателем считали сетевой холдинг или Ленэнерго, однако стороны так и не смогли договориться. Впрочем, в БКС не исключают, что эта сделка является «*промежуточной перед другими перепродажами*».

● ФСК может инвестировать до 50 млрд руб. в строительство прямого энергомоста между Калининградской областью и центральной частью России, сообщил глава Минэнерго А.Новак в интервью Forbes. Средства могут быть выделены в случае выхода балтийских стран из проекта



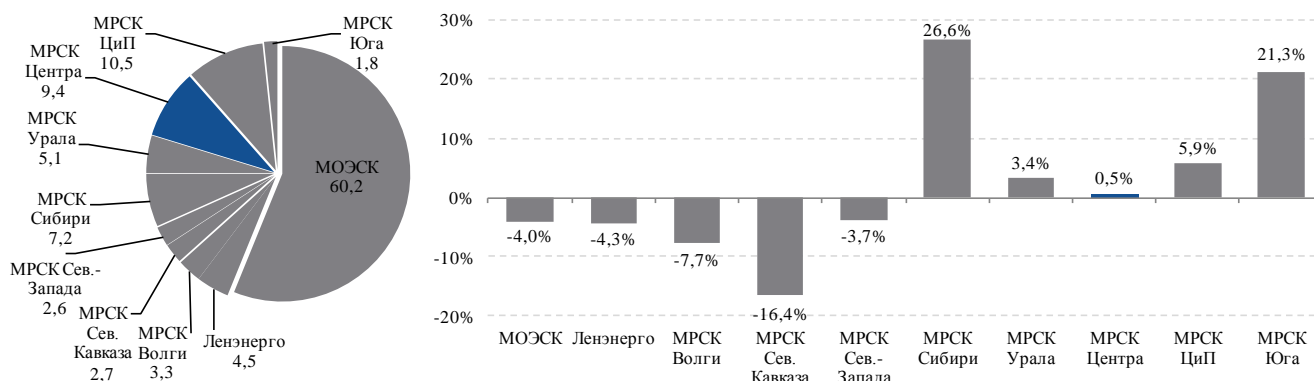
энергокольца БРЭЛЛ (Белоруссия-Россия-Эстония-Литва-Латвия), соединяющего энергосистемы этих государств. По словам А.Новака, средства на реализацию проекта могут предоставить ФНБ (40%) и Роснефтегаз. Строительство может начаться уже в 2014 и завершиться в 2016 году.

В свою очередь, глава ФСК оценил проекты по усилению связей между Северо-Западной и Центральной частями ЕЭС России в обход стран Балтии в 60-61 млрд руб., из которых 24 млрд, по его словам, могут быть оплачены за счет средств ФНБ.

● По сообщению Ведомостей, Минэкономразвития и Минэнерго обсуждают возможное сокращение затрат ФСК на строительство сетевой инфраструктуры вдоль БАМа и Транссиба с текущих 179 млрд руб., в том числе около 70 млрд руб. за счет средств Фонда национального благосостояния (ФНБ), до 85 млрд руб., в том числе 34 млрд руб. средств ФНБ. По расчетам аналитиков ВТБ Капитала, новые цифры «подразумевают размывание уставного капитала и прибыли на акцию в размере до 5,3%, а в случае реализации калининградского проекта при участии инвестиций Роснефтегаза и ФНБ размывание может достигнуть 14%, при этом выгоды от реализации проектов для акционеров весьма сомнительны».

При этом, как сообщал ранее глава ФСК А.Муров, компания рассматривает возможность повышения уровня показателя долг/ЕВITDA с 2,8х до 3,3-3,5х для некоторых проектов и планирует договориться с рейтинговыми агентствами о непересмотре рейтингов, при этом МЭР поддерживает компанию и готово участвовать в переговорах.

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



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

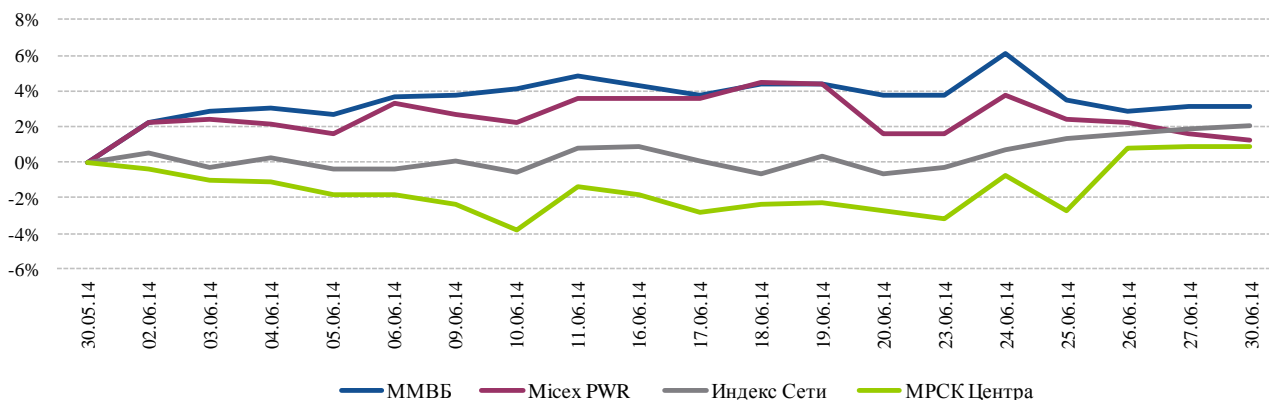
По итогам июня акции МРСК продемонстрировали разнонаправленную динамику.

Значения капитализации МРСК на конец мая и июня 2014 г. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже) и изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц, %
	На 30.05.14	На 30.06.14	
МОЭСК	62,7	60,2	-4,0%
Ленэнерго	4,7	4,5	-4,3%
МРСК Волги	3,5	3,3	-7,7%
МРСК Северного Кавказа	3,2	2,7	-16,4%
МРСК Северо-Запада	2,8	2,6	-3,7%
МРСК Сибири	5,7	7,2	26,6%
МРСК Урала	4,9	5,1	3,4%
МРСК Центра	9,3	9,4	0,5%
МРСК Центра и Приволжья	10,0	10,5	5,9%
МРСК Юга	1,5	1,8	21,3%

## Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц ростом на 0,9% по ценам последних сделок на Московской бирже. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, прибавил 2,0%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

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

Биржевая площадка	Количество сделок, шт.	Оборот, шт.	Объем, млн руб.
Московская биржа, Т+основные режимы	2 232	68 166 000	15,0

На Московской бирже в основном режиме торгов (Т+основные режимы) оборот по акциям МРСК Центра составил около 68 млн шт. или 0,16% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам в июне по сравнению с предыдущим месяцем снизился на 83%, при этом количество сделок сократилось на 9% по сравнению с маем. Среднедневной оборот торгов составил около 3,6 млн шт. – в 5,6 раза ниже показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> повысился с 0,60% до 0,64%. Максимальный спрэд за период достигал 1,35% (09 июня), а минимальное значение спрэда составило 0,09% (30 июня).

Основным новостным фоном для МРСК Центра в июне выступали общие новости распределительного сектора, а также решение годового общего собрания акционеров по дивидендам по итогам 2013 года.

Комментарии аналитиков по новостям распределительного сектора в отчетном периоде представлены в Приложении.

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

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

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

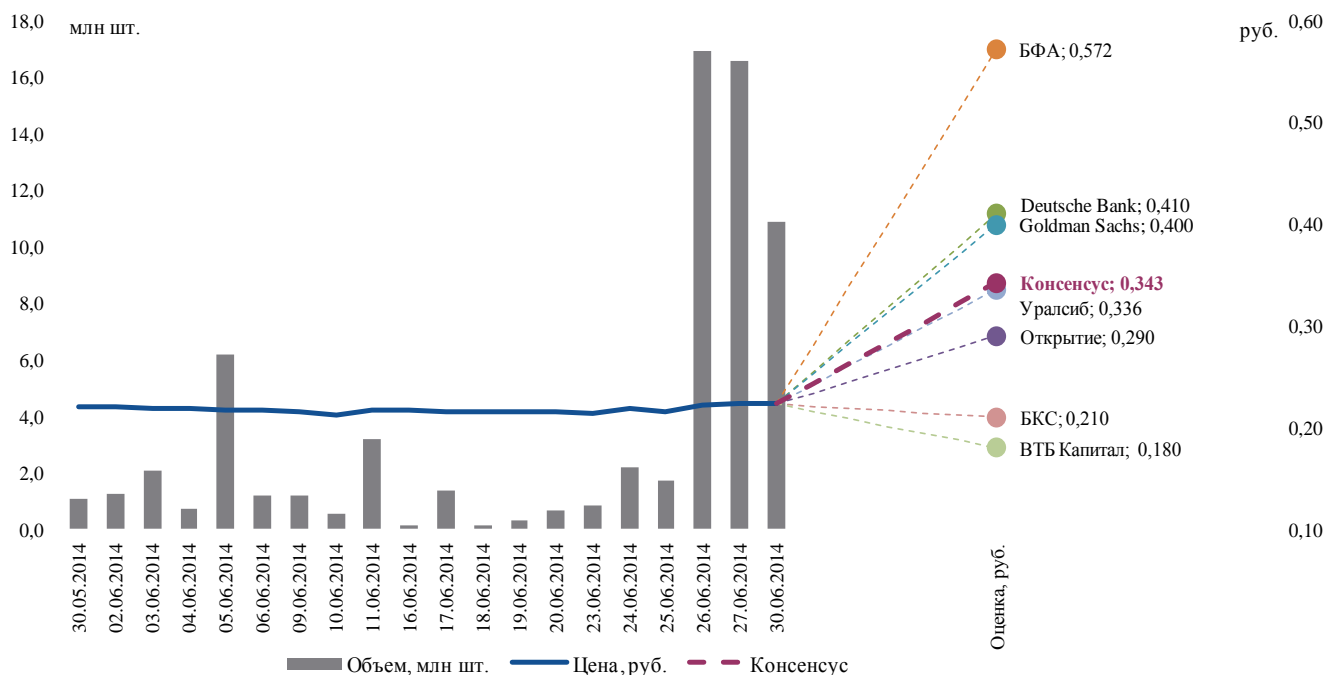
Компания	Аналитики	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекоменда- ция
		\$	руб. <sup>2</sup>			
<i>Оценки в рублях</i>						
1 Открытие	Бейден	0,009	0,290	30%	16.05.2014	покупать
2 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	0,005	0,180	-19%	27.02.2014	продавать
3 Deutsche Bank	Булгаков	0,012	0,410	84%	13.12.2013	покупать
4 БКС	Гончаров	0,006	0,210	-6%	20.11.2013	держать
5 Goldman Sachs	Голоднов, Дегтярев	0,012	0,400	79%	22.05.2013	покупать
<i>Оценки в долларах США</i>						
6 Уралсиб	Тайц	0,01	0,336	51%	28.01.2014	покупать
7 БФА	Жданов	0,017	0,572	156%	10.07.2013	покупать
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>						
8 Sberbank CIB <sup>1</sup>	Котиков, Труфанов	0,010-0,013			21.01.2014	покупать
9 Атон	Купреев	0,0169	0,568	155%	13.12.2012	держать
10 Номос Банк	Лямин	0,0231	0,777	248%	24.05.2012	держать
11 Ренессанс Капитал	Скляр	0,035	1,177	428%	27.04.2012	покупать
12 Газпромбанк		0,022	0,750	236%	29.11.2012	выше рынка
<b>Консенсус</b>		<b>0,010</b>	<b>0,343</b>	<b>54%</b>		
Текущая цена <sup>3</sup>			<b>0,223</b>			

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

1. Оценка Sberbank CIB - индикативный диапазон цен - не включена в расчет консенсуса;
2. По курсу руб./долл. США на 30.06.14 г.;
3. Последняя цена на Московской бирже 30.06.14 г.

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,343 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 54%. За прошедший месяц потенциал роста снизился на 3 п.п. за счет роста акций.

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



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

В отчетном периоде отраслевые аналитики не производили пересмотров оценок и рекомендаций по акциям МРСК Центра.

## Приложение – комментарии аналитиков

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

1. По информации Коммерсанта, Россети обсуждают с китайскими банками финансирование инфраструктурных проектов;
2. Правительство РФ одобрило компенсацию выпадающих доходов сетевых компаний от техприсоединения;
3. По информации Коммерсанта, Минэнерго разработало схему борьбы с неплатежами ГП перед сетевыми компаниями;
4. ФСК и РусГидро могут передать свои доли в Интер РАО в пользу ДВУЭК в обмен на активы компании;
5. Глава ФСК А.Муров заявил о том, что ФСК не получала официальных предложений от ДВУЭК об обмене активами;
6. По сообщению Forbes, ФСК может инвестировать до 50 млрд руб. в строительство прямого энергомоста между Калининградом и центральной частью России;
7. Как сообщил Коммерсант, Минэнерго рассматривает возможность продления «последней мили» в нескольких регионах;
8. По сообщению Ведомостей, Минэкономразвития и Минэнерго обсуждают возможное сокращение затрат ФСК на строительство сетевой инфраструктуры вдоль БАМа и Транссиба.

<i>09 июня – По информации Коммерсанта, Россети обсуждают с китайскими банками финансирование инфраструктурных проектов</i>		
БКС	=	Возможное улучшение условий финансирования не играет существенной роли для <u>инвестиционного кейса Россетей</u> , основное влияние на который оказывают тарифы, капзатраты и дивиденды.
Газпромбанк	=	<i>По информации Коммерсанта</i> «Особой специфики в условиях предоставления финансирования китайскими банками относительно банков других стран нет, считает Андрей Клапко из Газпромбанка, но китайские банки либеральнее относятся к долговой нагрузке заемщика, чем российские и европейские. При этом по балансу они крупнейшие в мире, поэтому теоретически могут предоставить достаточно крупный кредит на продолжительный срок, особенно на волне позитива, который сейчас наблюдается в отношениях между странами.
<i>16 июня – Правительство РФ одобрило компенсацию выпадающих доходов сетевых компаний от техприсоединения</i>		
Deutsche Bank	=	<i>Перевод с английского</i> На наш взгляд, предложение Россетей по распределению выпадающих доходов от техприсоединения на определенных потребителей лучше распределения на всех конечных потребителей; тем не менее, регулятор может выбрать второй вариант. <u>В случае, если решения по компенсации доходов принято не будет, Россети потеряют значительный объем выручки</u> . На наш взгляд, ответом в данной ситуации может выступить сокращение инвестпрограммы.
ВТБ Капитал	+/=	По нашим оценкам, при 100%-ой компенсации выпадающих из-за новых присоединений доходов, <u>дополнительный рост сетевого тарифа может составить 4% в год, а счет за электроэнергию для конечного потребителя может вырасти приблизительно на 2%</u> . Что касается финансовой составляющей наших оценок, показатель <u>ЕВИТДА в 2015–2019 может оказаться на 10% выше наших прогнозов</u> . Мы считаем, что <u>дополнительный рост сетевых тарифов (выше текущей планки на уровне ИПЦ) может встретить резкую критику и сильное сопротивление со стороны крупных потребителей</u> , а окончательное решение относительно компенсации, скорее всего, будет представлено компромиссным вариантом, достигнутым распределительными сетями, крупными потребителями и регулирующими органами.
Открытие	+/=	<i>Перевод с английского</i> По расчетам Россетей, объем компенсации выпадающих доходов может достигнуть 140 млрд руб. к 2018 году, что приведет, по нашим оценкам, к росту среднего сетевого

		тарифа на 3-5%, то есть выше уровня инфляции в некоторых регионах (при этом правительство нацелено на сдерживание темпов роста сетевых тарифов в пределах инфляции)... <u>Мы рассматриваем данную новость как позитивную для сетевого сегмента, в то же время мы не ожидаем увидеть значительной реакции рынка на новость.</u>
Уралсиб Кэпитал	=	<b>Непоследовательная стратегия регулирования.</b> Расходы на техническое присоединение к сети должны были покрываться за счет регулируемого возврата на инвестиции в соответствии с системой РAB-тарифообразования. Однако замораживание тарифов и будущее ограничение темпов роста тарифов уровнем инфляции не позволяют распределительным компаниям финансировать строительство необходимых мощностей для техприсоединения.
Велес Капитал	+/-	Мы считаем, что данное <u>перераспределение расходов имеет двоякий смысл.</u> С одной стороны, компания все же сможет компенсировать весь объем или часть выпадающих расходов. С другой стороны, такое перераспределение <u>может оттолкнуть часть инвесторов от вложений в связи с изменением (усложнением) прогнозирования денежных потоков компании.</u>
<u>19 июня – По информации Коммерсанта, Минэнерго разработало схему борьбы с неплатежами ГП перед сетевыми компаниями</u>		
Открытие	+	<i>Перевод с английского</i> <u>Мы расцениваем данную новость как позитивную, поскольку она указывает на продолжение поиска правительством путей компенсации сетевым компаниям выпадающих доходов от недавних регуляторных изменений</u> («последняя миля» и техприсоединение). Тем не менее, <u>мы не ожидаем значительной реакции рынка, поскольку предложенная схема... относится лишь к будущим конкурсам и не повлияет на текущий размер долга.</u>
<u>20 июня – ФСК и РусГидро могут передать свои доли в Интер РАО в пользу ДВУЭК в обмен на активы компании</u>		
ВТБ Капитал	=	В отношении влияния данной сделки на РусГидро и ФСК, <u>конечный результат будет зависеть от качества передаваемых активов и их вклада в показатели EBITDA и чистой прибыли.</u>
БКС	=	<i>Перевод с английского</i> Цена, которую ДВУЭК рассчитывает получить за свои активы, более чем вдвое превышает рыночную цену (порядка 24 млрд руб.). Таким образом, на наш взгляд, <u>крайне маловероятно, что обсуждаемая сделка будет реализована по такой цене.</u>
Открытие	-	<i>Перевод с английского</i> Для РусГидро и ФСК <u>предполагаемая сделка будет носить негативный характер,</u> поскольку в результате нее компании получат низкомаржинальные активы по высокой цене (по нашим оценкам, мощность генерирующих активов не превышает 50 МВт). Тем не менее, в настоящий момент слишком рано учитывать сделку в нашей оценке, поскольку существует высокая доля вероятности, что РусГидро и ФСК выступят против нее.
Уралсиб Кэпитал	-	<b>Способность генерировать денежные потоки для акционеров на Дальнем Востоке под вопросом.</b> Электроэнергетический бизнес на Дальнем Востоке по-прежнему жестко регулируется государством, и амбициозные планы правительства по развитию этого региона, вероятно, окажут давление на местные электроэнергетические тарифы в краткосрочной перспективе. <u>Учитывая текущие рыночные цены, сделка может создать риски для акционеров РусГидро и ФСК, поскольку текущая цена акций Интер РАО ниже их справедливой стоимости, и балансовая стоимость непубличной ДВЭУК может не соответствовать ее способности генерировать денежные потоки.</u>
Sberbank CIB	+/-	Что касается РусГидро и ФСК, то <u>рыночная стоимость их долей в Интер РАО ЕЭС приблизительно вдвое ниже предположительной стоимости в рамках сделки.</u> В случае с РусГидро эффект от сделки будет зависеть от того, насколько справедливой окажется оценка активов. <u>В случае с ФСК ЕЭС, если активы в дальнейшем будут полностью включены в оценку регулируемой базы капитала (РAB) компании, эффект от сделки, на наш взгляд, будет положительным.</u>
RMG	-	<u>Новость носит скорее негативный характер для РусГидро и ФСК, так как продажа пакетов акций за денежные средства позволила бы им частично профинансировать масштабные инвестиционные программы.</u> В начале 2014г. Роснефтегаз приобрел 12.49% и 13.76% акций Интер РАО у Росатома и Росимущества по 1.3 копейки за акцию (на 38% выше текущей рыночной цены), поэтому продажа пакетов могла принести около 6.7 млрд руб. РусГидро и более 25.4 млрд руб. ФСК ЕЭС.

<u>24 июня – Глава ФСК А.Муров заявил о том, что ФСК не получала официальных предложений от ДВУЭК об обмене активами</u>		
JPMorgan	-	<i>Перевод с английского</i> Данная сделка является негативной для ФСК и РусГидро, которые могут получить неликвидные активы в обмен на ликвидные акции Интер РАО в результате свопа. Мы полагаем, что DCF-оценка активов ДВУЭК существенно ниже стоимости долей компаний в Интер РАО. Стоит также отметить, что доля ФСК в Интер РАО составляет 12% оценки компании по RAB.
Уралсиб Кэпитал	-	<b>Обмен активами невыгоден миноритариям.</b> Дальневосточные электроэнергетические активы оперируют в неблагоприятных регуляторных условиях и едва ли способны обеспечить доход по вложенному капиталу. <u>Поскольку в рамках обсуждаемой сделки ликвидные акции Интер РАО будут обменены на неприбыльные активы ДВЭУК, эта сделка означает риски для миноритариев.</u>
<u>25 июня – По сообщению Forbes, ФСК может инвестировать до 50 млрд руб. в строительство прямого энергомоста между Калининградом и центральной частью России</u>		
ВТБ Капитал	-	По состоянию на конец года чистая долговая нагрузка ФСК составляла около 2.5х. Если данный проект будет включен в инвестпрограмму компании, нагрузка к 2016 году возрастет до 3.5х против ожидаемых в настоящий момент 3х. Последнее значение неоднократно называлось менеджментом ФСК как пороговый показатель. В условиях ограничения роста тарифов это означает, что любой дефицит в финансировании капитальных вложений (чтобы не превысить порог долговой нагрузки) будет покрываться, по-видимому, за счет увеличения уставного капитала. <u>В случае калининградского проекта это подразумевает размывание уставного капитала и прибыли на акцию в размере до 8%, при этом выгоды от реализации проекта для акционеров весьма сомнительны.</u> По акциям ФСК мы сохраняем рекомендацию «продавать»; главным фактором низкой инвестиционной привлекательности по-прежнему считаем неопределенные перспективы по части капиталовложений, тарифов и дивидендов.
<u>26 июня – Как сообщил Коммерсант, Минэнерго рассматривает возможность продления «последней мили» в нескольких регионах</u>		
Уралсиб Кэпитал	+/=	<b>Инвестирование в сектор по-прежнему малоперспективно.</b> В целом электроэнергетический сектор остается непривлекательным для инвесторов, учитывая, что в следующие 12 месяцев энерготарифы в России будут заморожены, что отрицательно скажется на финансовых результатах компаний во 2 п/г 2014 и 1 п/г 2015 г. <u>Продление действия механизма «последней мили» может частично сгладить негативный эффект для «дочек» Российских сетей, но существенно не изменит отношение рынка к сектору.</u>
Велес Капитал	=/-	Продление договора «последней мили» станет еще одним шагом назад в регулировании электросетевой отрасли. <u>Даже с учетом того, что подобный шаг решит проблему частичных выпадающих доходов, он будет негативным для отрасли, показывая невозможность генерирования стабильных положительных денежных потоков.</u>
<u>30 июня – По информации Ведомостей, Минэкономразвития и Минэнерго обсуждают возможное сокращение затрат ФСК на строительство сетевой инфраструктуры вдоль БАМа и Транссиба</u>		
ВТБ Капитал	-	<i>Перевод с английского</i> В случае, если сокращение финансирования проектов БАМа и Транссиба будет одобрено, прямое вливание средства ФНБ будет означать <u>размывание уставного капитала и прибыли на акцию в размере до 5,3%.</u> В случае реализации калининградского проекта при участии инвестиций Роснефтегаза и ФНБ размывание может достигнуть 14%. <u>При этом выгоды от реализации обоих проектов для акционеров весьма сомнительны.</u>