

**Открытое акционерное общество  
«МРСК Центра»**

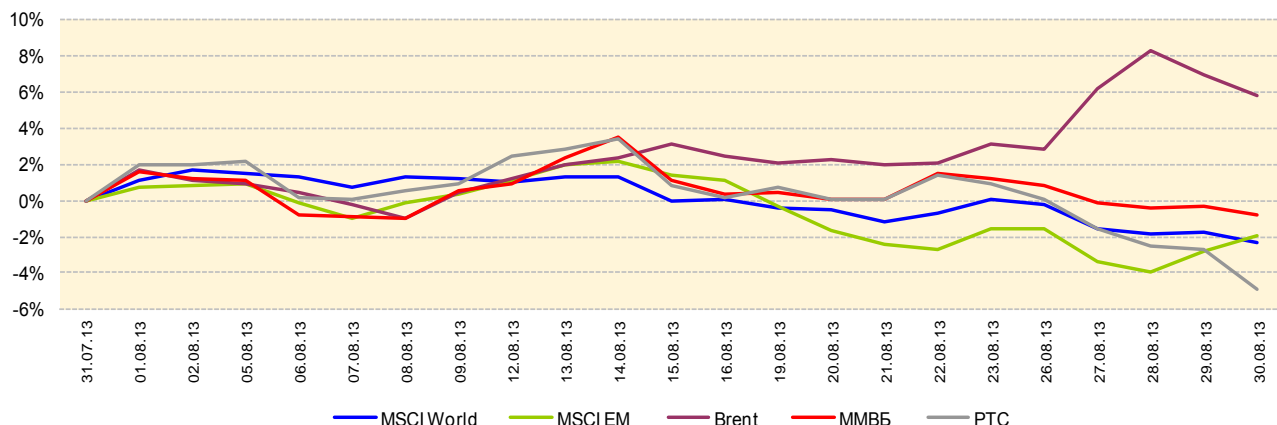


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»  
в августе 2013 г.**

Москва, сентябрь 2013 г.

## Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций завершили август снижением: индекс развитых стран MSCI World упал на 2,3%, индекс развивающихся рынков MSCI EM понизился на 1,9%.



Негативную динамику фондовых рынков в августе определили три основных фактора: ожидания начала реализации exit strategy американским ЦБ, возвращение долговой проблемы в США и рост напряженности вокруг Сирии.

При этом эксперты полагают, что текущее снижение можно рассматривать как коррекцию сильно выросших фондовых рынков развитых стран – с начала года даже с учетом августовской коррекции индекс MSCI World прибавил 10%, и уверенный рост возобновится, если мировая экономика оправдает оптимистичные прогнозы аналитиков. Согласно августовскому опросу BofA Merrill Lynch, число управляющих, полагающих, что в течение ближайших 12 месяцев мировая экономика будет стабильно расти, на 72% превысило число тех, кто ждет замедления – это самое высокое значение показателя почти за четыре года.

- В течение всего отчетного периода рынки находились под давлением ожиданий сворачивания программы QE-3, подкрепляемых комментариями председателей сразу четырех ФРБ и протоколом FOMC, который, как пишет Bloomberg, подтвердил желание подавляющего большинства руководителей американского ЦБ перейти к сокращению QE-3 до конца 2013 года, но при этом все же не прояснил, когда именно и насколько агрессивно ФРС начнет сворачивать программу покупки облигаций.

Дополнительным поводом для усиления опасений инвесторов являлась сильная статистика из США – по деловой активности в сфере услуг, заявкам на пособие по безработице, дефициту внешнеторгового баланса. Эксперты опасаются, что улучшение состояния американской экономики позволит ФРС принять решение о сворачивании программы количественного стимулирования уже на сентябрьском заседании, открытым остается только вопрос темпов сокращения выкупа активов.

При этом, по информации СМИ, американский ЦБ не готов учитывать последствия exit strategy для экономики развивающихся рынков. В свою очередь, Китай не согласен с такой позицией, предлагая сделать выход США из QE-3 одной из основных тем саммита G20 в сентябре. Эту точку зрения разделяет и глава МВФ, которая призвала глав мировых ЦБ к большей координации действий в период сворачивания стимулирования.

В ожидании сворачивания QE-3 глобальные инвесторы активно сокращают вложения в рискованные активы, к которым относятся и emerging markets. Об этом свидетельствует и резкое ослабление валют развивающихся стран к доллару: за последние 3 месяца, по данным Bloomberg, 20 самых торгуемых валют развивающихся стран подешевели на 5,2% – это самое значительное снижение с сентября 2011 года.

- В конце месяца дополнительное давление на рынки оказало возвращение долговой проблемы США – по информации Минфина, нынешний лимит государственных заимствований будет исчерпан уже в середине октября. СМИ напоминают, что дискуссия

республиканцев и демократов летом 2011 года по лимиту госдолга привела к потере США высшего рейтинга от S&P и стала поводом для резкого падения рынков.

- Кроме того, возросла напряженность вокруг Сирии, на правительство которой западные страны возложили ответственность за применение химического оружия. По мнению аналитиков, это сделало практически неизбежным проведение военной операции западной коалиции в Сирии. При этом эксперты полагают, что последующий скачок цен на нефть существенно усложнит ситуацию в мировой экономике.

От большего снижения фондовые рынки на протяжении всего отчетного периода удерживала хорошая европейская статистика: во II квартале экономика еврозоны вышла из рекордной по продолжительности (шесть кварталов подряд) рецессии, возобновился рост ВВП Германии и Франции, при этом во всех случаях темпы роста ВВП превзошли ожидания аналитиков, по предварительным данным, в августе PMI в сфере услуг в еврозоне поднялся выше отметки 50 пунктов впервые за 19 месяцев, промышленные PMI в еврозоне и Германии достигли уровней двухгодичной давности, сводный PMI еврозоны в июле поднялся выше 50 пунктов впервые с января 2012 года.

Динамика российского рынка, завершившего август снижением на 0,8% по индексу ММВБ, выглядела лучше динамики индексов MSCI World и MSCI EM. Поддержку оказал рост цен на Brent на опасениях эскалации напряженности в ближневосточном регионе.

Собственный новостной фон носил умеренно негативный характер:

- По данным Росстата, ВВП РФ во II квартале вырос на 1,2% г/г, оказавшись значительно хуже предварительных расчетов – рост на 1,9% – и продемонстрировав минимальный подъем с 2009 года, в I полугодии – увеличился на 1,4% г/г.

- По последней оценке ЦБ РФ, рост ВВП в 2013 году может составить «около 2%». При этом СМИ обращают внимание, что прогноз был сделан еще до публикации Росстата.

- Минэкономразвития понизило свою оценку роста ВВП за I полугодие – до 1,4% с ранее объявленных 1,7%, за 2013 год – до 1,8% с 2,4%. Прогнозы по росту экономики на 2014-2016 гг. также понижены на 0,5 п.п. и более до 2,8-3,7%.

- По данным Росстата, промпроизводство в июле снизилось на 0,7% г/г, инвестиции в основной капитал увеличились на 2,5%, реальные доходы населения – на 4,2%, рост оборота розничной торговли ускорился до 4,3%, уровень безработицы снизился до 5,3% с 5,4% в июне. Кроме того, сальдированная прибыль предприятий в I полугодии снизилась на 22,9%, доля убыточных организаций увеличилась на 1,3 п.п. и до 32,3%.

- По данным HSBC, деловая активность в сфере услуг в июле снизилась до минимума за три года. Напомнив, что ранее HSBC сообщил о снижении PMI в обрабатывающих отраслях до минимума с декабря 2009 года, главный экономист банка А.Морозов констатировал, что *«экономика России потеряла свои двигатели роста»*.

- По оценке Минфина, исходя из ухудшения макроэкономического прогноза, доходы бюджета в 2014-2016 гг. могут оказаться ниже запланированных на 1,6 трлн руб.

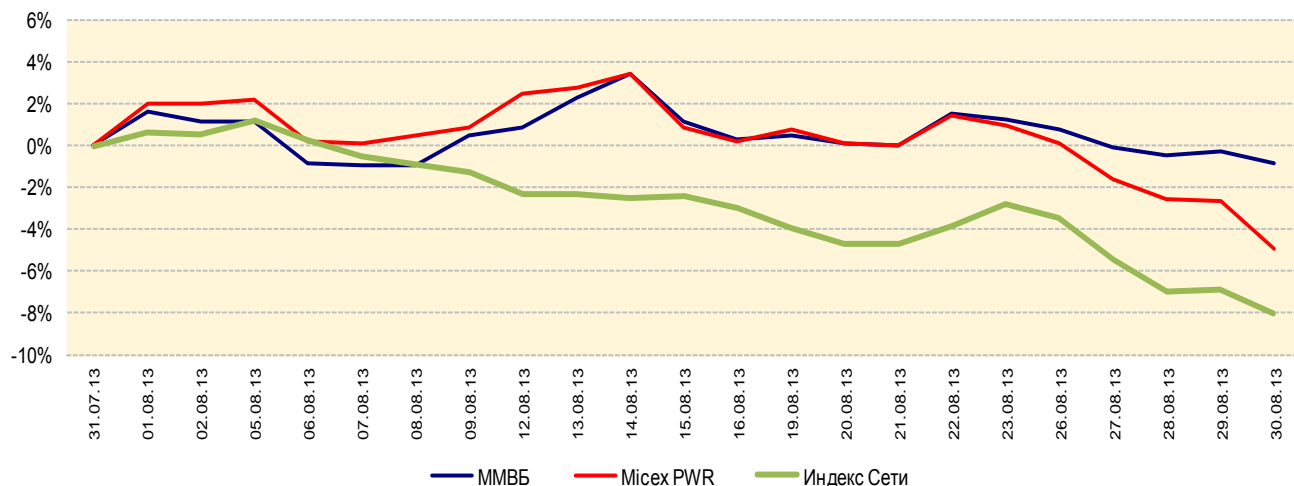
- По оценке Минэкономразвития, чистый отток капитала из РФ в июле составил \$6-7 млрд. В 2013 году МЭР ожидает оттока капитала в размере \$70-75 млрд. По информации Интерфакса, ЦБ свой прогноз по оттоку сохраняет на уровне в \$10 млрд.

- В августе ЦБ РФ шесть раз повышал границы бивалютного коридора, на 21 августа границы составили 32,05-39,05 руб. В Минфине и ЦБ пока не склонны драматизировать ситуацию. *«Я не считаю это серьезным падением»*, - заявил глава Минфина.

- ЦБ РФ принял решение сохранить без изменений все процентные ставки. При этом аналитики отметили, что впервые в тексте заявления ЦБ появилась фраза о *«нахождении совокупного выпуска несколько ниже своего потенциального уровня»*. Как напомнил Интерфакс, тезис об отсутствии разрыва между потенциальным и реальным выпуском был основным аргументом ЦБ в споре со сторонниками снижения ставок.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали существенно худшую по сравнению с рынком в целом динамику: индекс МисехPWR по итогам месяца потерял 4,9%, тогда как индекс ММББ понизился на 0,8%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

В начале августа динамика индекса МисехPWR выглядела лучше рынка на уверенном росте акций РусГидро, ОГК-2 и Э.ОН Россия после публикации сильной отчетности по РСБУ за II квартал, в конце месяца – существенно хуже за счет акций госкомпаний, внесших более 60% в снижение индекса после обнародования итогов по МСФО за I полугодие и conference call, настороженно встреченных инвесторами, разочарованными не прекращающимся ростом инвестпрограмм этих компаний.

В целом новостной фон для сектора носил нейтральный характер.

- Минэкономразвития предложило индексировать тарифы на газ и электроэнергию для населения в 2014 году на 10%, в 2015 году – на 9%, в 2016 году – на 8%, для промышленности – на газ и сетевую составляющую в электроэнергии в 2014 году на 6%, в 2015-2016 годах – на 5%. Индексацию тарифов для населения темпами несколько выше инфляции и темпов роста для промышленности замглавы МЭР объяснил необходимостью ограничения роста объема перекрестного субсидирования.

Как отметили в Открытии, такие темпы роста тарифов уже учтены в ценах, поскольку реализация подобного сценария уже обсуждалась правительством ранее. «Мы не ожидаем значительной реакции рынка на данные новости», - заключили эксперты.

- Премьер-министр РФ подписал постановление о поэтапном введении социальной нормы потребления электроэнергии. Как пояснил вице-премьер Д.Козак, речь идет о введении такой нормы с 1 сентября 2013 года в семи регионах с возможностью распространения, в случае эффективности, на все регионы с 2014 года.

Как пишет Коммерсант, цель введения социальной нормы – ликвидировать часть перекрестного субсидирования населения промышленностью, не ущемив при этом граждан, не перепотребляющих электричество.

- Минэнерго, признав несостоявшимся по причине отсутствия заявок первый раунд конкурса на статус гарантирующего поставщика (ГП) по 11 регионам РФ, где прежние ГП лишились этого статуса за долги, объявило второй раунд в тех же 11 регионах.

При этом сетевые компании на конкурсы не допущены – и Минэнерго, и НП «Совет рынка» выступили против, поскольку это противоречит идеологии энергореформы. Как сообщил ряд СМИ, Россети объявили о намерении оспаривать в суде условия проведения конкурсов, которые не предусматривают погашения задолженности бывших ГП перед МРСК, в результате чего они могут списать на убытки более

10 млрд руб., однако, как стало известно впоследствии, Арбитражный суд Москвы отказал Россетям в принятии обеспечительных мер по данному иску.

Как напомнила газета Коммерсант, оценившая объем рынка в регионах почти в 100 млрд руб., стартовавшие 1 августа конкурсы проходят в пять раундов по модели «голландского аукциона»: сначала покупателю предлагают получить статус, погасив 100% задолженности прежнего ГП перед участниками оптового энергорынка, потом 80%, 60%, 40% и 20%.

Как предположили в Велес Капитале, *«существует высокая вероятность признания несостоявшимся еще 1-2 раундов аукциона, поскольку суммарные долги сбытовых компаний достаточно высоки, и претенденты вряд ли захотят возмещать их полный размер»*. При этом аналитики Deutsche Bank не исключили появления генерирующих компаний среди участников конкурса. В целом, по словам экспертов Уралсиб Кэпитал, *«аукционы на получение статуса гарантирующего поставщика окажут положительное влияние на сектор, так как будут поддерживать развитие конкуренции в отрасли»*.

- Распоряжением правительства РФ предельные максимальные уровни цен на мощность для проведения КОМ на 2014 год для первой и второй ценовых зон установлены в размере 133 и 144 тыс. руб./МВт в месяц соответственно.

Как отметили комментировавшие данное сообщение отраслевые аналитики, предельные максимальные уровни цен установлены выше значений предыдущего года на 4% в первой ценовой зоне и на 5% – во второй, что лишь незначительно ниже ожиданий экспертов и в целом нейтрально для генерирующих компаний.

- По сообщению Системного оператора ЕЭС, потребление электроэнергии в России в январе-июле и в июле сократилось на 0,2% г/г, выработка с начала года упала на 0,4% г/г, в июле – на 0,5% г/г. В свою очередь, по данным Росстата, производство электроэнергии в январе-июле 2013 года снизилось на 0,9% г/г, в июле – на 2,2% г/г.

На фоне статданных последних месяцев по выработке и потреблению электроэнергии и ухудшения прогнозов по экономике РФ в среднесрочной перспективе эксперты ставят под сомнение реалистичность прогнозов Минэнерго, ожидающего среднегодового прироста электропотребления в период до 2019 года на уровне 1,8%.

В частности, по оценке Агентства по прогнозированию балансов в электроэнергетике, среднегодовой рост потребления до 2020 года составит 0,5-0,6%, в Центре экономического прогнозирования Газпромбанка ожидают, что электропотребление в России до 2017 года в среднем будет расти на 0,8% в год. При этом эксперты Газпромбанка полагают, что заложенные в программу развития ЕЭС РФ до 2019 года, утвержденную Минэнерго в июле, завышенные вдвое ожидания по темпам роста энергопотребления могут привести к избытку мощностей и росту цен на электроэнергию выше инфляции.

По словам аналитиков Уралсиб Кэпитал, снижение потребления электроэнергии говорит о низких темпах роста российской экономики. *«Осенью правительство намерено пересмотреть тарифную политику, и вялый экономический рост может вынудить государство заметно ограничить рост тарифов, что усилит давление на энергетический сектор, портфельные инвестиции в который, по нашему мнению, и без того сопряжены с серьезными рисками»*, - резюмировали эксперты.

- По сообщению СМИ, ТГК-2 объявила о намерении реструктурировать облигационный заем на 5 млрд руб., вместо того чтобы погасить его в сентябре. Объявление о реструктуризации означает, что эмитент не видит возможности расплатиться с держателями облигаций в срок и прибегает к помощи банка, изменяя условия погашения, чтобы избежать дефолта. Как отметило издание Коммерсант, впервые после завершения острой фазы финансового кризиса на российском долговом рынке крупная компания оказалась на грани дефолта.

## Рынок акций распределительных компаний

Динамика акций распределительных компаний в целом выглядела хуже динамики отраслевого МисехPWR - индекс Сети упал на 8,0%, индекс МисехPWR – на 4,9%.

Новостной фон для компаний распределителя носил нейтральный характер.

В центре внимания участников рынка в августе находились отчетность распределительных компаний по РСБУ и по МСФО за I полугодие 2013 года, вопросы финансирования инвестпрограмм и «последней мили».

- В начале месяца в дополнение к уже отчитавшимся в конце июля распределительным компаниям результаты по РСБУ представили МРСК Урала, Ленэнерго и МОЭСК. Согласно опубликованным данным, выручка МРСК Урала и МОЭСК выросла на 1% и 7,1% г/г, чистая прибыль снизилась на 16% и 45,4% соответственно, выручка Ленэнерго упала на 10%, чистый убыток составил 1,135 млрд руб. против чистой прибыли годом ранее.

Как отметили аналитики Уралсиб Кэпитал, результаты МРСК Урала выглядят слабо. *«В дополнение к рискам, обусловленным неопределенностью в регулировании сектора, слабые финансовые показатели МРСК Урала указывают на то, что непривлекательная дивидендная доходность акций компании, вероятно, сохранится»*, - заключили эксперты.

В свою очередь, результаты МОЭСК, по словам аналитиков Открытия, оказались ожидаемы. При этом, как отметили в БКС, они несут в себе риск понижения годового прогноза EBITDA по МСФО и прогноза дивидендной доходности. *«В случае если МОЭСК направит на дивиденды за 2013 год 25% чистой прибыли по РСБУ, результат по чистой прибыли за 1П13 предполагает дивидендную доходность за 2013 г. примерно 5%, что ниже наших ожиданий (6-7%)»*, - заключили эксперты.

- Согласно опубликованной в конце месяца отчетности по МСФО за I полугодие, МРСК Сибири и МРСК Северного Кавказа в сравнении с аналогичным периодом прошлого года увеличили чистый убыток в 7,5 раз до 1,52 млрд руб. и 2,7 раза до 1,13 млрд руб. соответственно, МРСК Юга и МРСК Северо-Запада получили чистый убыток в размере 189,45 млн руб. и 247 млн руб. соответственно против чистой прибыли годом ранее, чистая прибыль МРСК Центра, МРСК Волги и Ленэнерго упала соответственно почти в 6 раз до 602,8 млн руб., более чем в 5 раз до 276,2 млн руб. и в 2 раза до 582 млн руб., МРСК Урала – снизилась на 30,5% до 143,1 млн руб. Из отчитавшихся МРСК хорошие результаты показали только МРСК Центра и Приволжья и Тюменьэнерго, увеличившие чистую прибыль в 5,7 раза до 1,5 млрд руб. и 1,9 раза до 4,25 млрд руб.

*«Негативная отчетность по МСФО, на наш взгляд, ослабит интерес инвесторов в ближайшее время. Сетевые компании в целом, а в особенности низкоэффективные, находятся в нестабильном положении ввиду выпадающих доходов по «последней миле», грядущих решений по данному вопросу с перспективой ее устранения, а также жесткого тарифного регулирования и необходимости при этом выполнения объемных инвестпрограмм»*, - прокомментировали в целом эти итоги в Финаме.

Кроме того, отчетность по МСФО представили Россети: выручка выросла на 11,1% г/г до 348,8 млрд руб., скорректированная EBITDA – на 9,5% до 115 млрд руб., скорректированная чистая прибыль снизилась на 6,9% до 36,3 млрд руб. При этом данные по EBITDA и скорректированной чистой прибыли оказались существенно лучше консенсус-прогноза аналитиков, подготовленного Интерфаксом.

Большинство экспертов умеренно негативно оценило отчетность и комментарии в ходе conference call. В частности, аналитики обратили внимание на рост затрат, получение компанией убытка, снижающего вероятность выплаты существенных дивидендов по итогам года, неопределенность с сарех и источником их финансирования.



Между тем, как заявила замгендиректора Россетей по экономике и финансам О.Шатохина в ходе conference call, компания намеревается получить средства на финансирование инвестпрограммы из Фонда национального благосостояния через уставный капитал. По ее словам, Минэкономразвития пока не определилось, будет ли инвестпрограмма Россетей финансироваться в форме займов или вложения средств в уставный капитал, и теоретически возможны обе формы. *«Для нас важно, чтобы это было осуществлено через взнос в уставный капитал»*, - сказала замгендиректора.

Ранее первый вице-премьер РФ А.Дворкович заявлял, что инвестпрограмма Россетей не должна подвергнуться сокращению благодаря реализации программы компании по привлечению средств ФНБ и пенсионных денег через инфраструктурные облигации.

- Проблему «последней мили» можно решить введением платежей, похожих на систему универсальных платежей за услуги связи, которые затем будут постепенно снижаться по индивидуальному графику, заявил вице-премьер А.Дворкович.

По его словам, на совещании у премьер-министра по перекрестному субсидированию в электроэнергетике обсуждались два варианта решения проблемы «последней мили» - Минэнерго и Минэкономразвития, и в результате было принято решение разработать третий вариант. А.Дворкович отметил, что в первом и втором вариантах существуют финансовые и юридические риски, для избежания которых было принято решение разработать новый вариант до конца августа – до начала осенней сессии Госдумы.

Как отметили в ВТБ Капитале, очередной перенос сроков означает не только затягивание решения самой проблемы, но и может повлиять на принятие решений по тарифам, которые будут устанавливаться таким образом, чтобы снизить расходы потребителей, переложив их на плечи сетевых компаний. В целом новость еще раз указывает на неспособность правительства применять последовательный подход к регулированию сектора, заключили в Открытии.

Прочие новости включали следующую информацию:

- По информации СМИ со ссылкой на письмо руководителя ФАС главам территориальных органов ФАС, служба не будет препятствовать Россетям в скупке ТСО. Данное письмо, пишет РБК Daily, явилось ответом на обращение в ведомство МРСК Северного Кавказа, которая не может получить согласие на консолидацию ТСО от местных органов ФАС. По словам И.Артемьева, *«приобретение одного субъекта естественной монополии другим субъектом не влечет усиления доминирующего положения приобретателя в силу естественно-монопольного вида деятельности»*. При этом в действительно спорных ситуациях, когда МРСК хочет приобрести или взять в аренду сетевую компанию, которая аффилирована с производительной или сбытовой, глава ФАС советует разрешить сделку, но одновременно выдавать предписание об устранении аффилированности в течение 12 месяцев.

- По сообщению МРСК Северного Кавказа, совет директоров компании поручил гендиректору организовать проведение публичного технологического и ценового аудита крупных инвестпроектов компании согласно директиве первого зампреда правительства РФ И.Шувалова. *«На рассмотрение общественности на первоначальном этапе будут вынесены инвестпроекты со сметной стоимостью свыше 8 млрд руб., на втором этапе, с 2014 года, - свыше 1,5 млрд руб.»*, - говорится в сообщении.

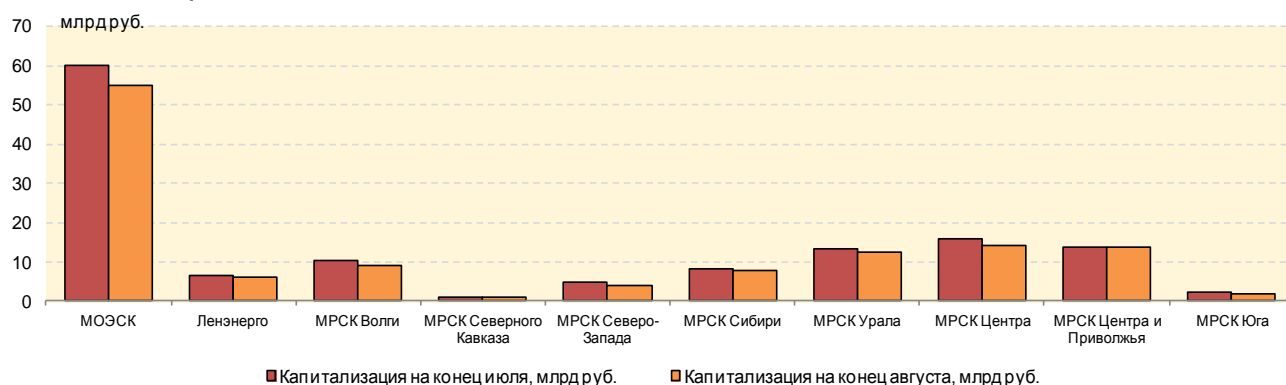
Также сообщается, что реализация крупных проектов с госучастием с 1 января 2014 года должна учитывать соответствующее постановление правительства РФ.

- Агентство Fitch присвоило МОЭСК рейтинг «ВВ+», прогноз – «стабильный». Как отмечается в обзоре, рейтинг компании поддерживается ее близкой к монопольной позицией на рынке распределения электроэнергии в Москве и Московской области, диверсифицированной клиентской базой, параметрами, лучше установленных регулятивных целевых уровней, и хорошими показателями кредитоспособности. В то

же время, по мнению Fitch, одним из основных факторов, сдерживающих рейтинг, является неопределенность и низкая предсказуемость регулятивной среды РФ.

- Арбитражный суд Московского округа подтвердил законность решения ФАС, отказавшей Газпромбанку в приобретении в доверительное управление 50,9% акций МОЭСК.
- По информации Интерфакса, аффилированная с Газпромбанком кипрская GPB-DI Holdings Ltd., ранее владевшая 5,23% акций МОЭСК, вышла из уставного капитала сетевой компании. При этом на прошедшей неделе Газпромбанк сообщил об увеличении доли в МОЭСК на те же 5,23% – с 4,54% до 9,77%.
- Федеральная антимонопольная служба РФ признала Кубаньэнерго нарушившим антимонопольное законодательство в части невыполнения в установленные законодательством сроки техприсоединения к сетям более 65 физических и юридических лиц на территории Сочи и неисполнения рекомендаций комиссии о необходимости исполнения договоров, заключенных до 17 июля 2012 года, когда был введен фактический мораторий на техприсоединение на период подготовки и проведения Олимпийских игр.
- Ленэнерго сообщило о проведении 9 сентября аукциона по привлечению невозобновляемой кредитной линии сроком на 5 лет с лимитом 4,7 млрд руб. с целью рефинансирования кредитов других банков. Максимальная процентная ставка – не более 8,5% годовых. Срок приема заявок на участие в аукционе – до 4 сентября.

На следующей диаграмме представлены результаты изменения капитализации МРСК в отчетном периоде:



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

По итогам августа акции всех МРСК продемонстрировали снижение.

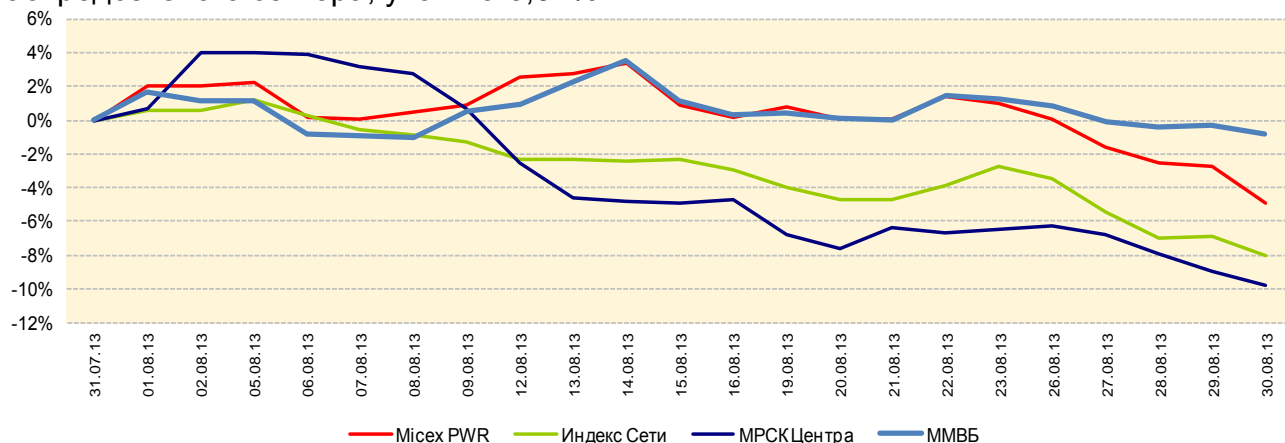
Значения капитализации МРСК на конец июля и августа 2013 г. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже), а также изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на Московской бирже)		Изменение за месяц, %
	На 31.07.13	На 30.08.13	
МОЭСК	60,1	55,0	-8,4%
Ленэнерго	6,5	6,2	-4,9%
МРСК Волги	10,4	8,8	-14,6%
МРСК Северного Кавказа	1,0	1,0	-5,9%
МРСК Северо-Запада	4,7	4,0	-14,8%
МРСК Сибири	8,2	7,5	-9,2%
МРСК Урала	13,2	12,4	-5,8%
МРСК Центра	15,7	14,2	-9,6%
МРСК Центра и Приволжья	13,6	13,5	-0,7%
МРСК Юга	2,0	1,8	-12,2%



### Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением на 9,75% по ценам последних сделок на Московской бирже. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, упал на 8,02%.



Источник: Московская биржа, расчеты ДКТ

На протяжении месяца акции компании демонстрировали волатильную динамику.

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

Биржевая площадка	Количество сделок, шт.	Объем, шт.	Объем, млн руб.
Московская биржа: основные режимы	2 783	190 134 000	67,2

На Московской бирже в основном режиме торгов оборот по акциям МРСК Центра составил около 190,1 млн шт. или 0,45% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам в августе по сравнению с предыдущим месяцем вырос на 7%, количество сделок увеличилось на 15% по сравнению с июлем. Среднедневной объем торгов составил около 8,642 млн шт. – на 11,5% выше показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> повысился с 0,50% до 0,65%. Максимальный спрэд за период достигал 1,40% (27 августа), а минимальное значение спрэда составило 0,06% (12 августа).

Основным новостным фоном для МРСК Центра в августе выступали общие новости распределительного сектора, а также утверждение советом директоров компании на заседании 21 августа скорректированного бизнеса-плана и инвестпрограммы на 2013 год – согласно новой версии прогноза, МРСК Центра ожидает роста выручки более чем на 30% до 90,4 млрд руб., EBITDA – на 21% до 14,8 млрд, чистой прибыли – на 1,3% до 3,5 млрд руб., в свою очередь, инвестпрограмма сокращена с 14,75 млрд руб. до 14,16 млрд руб. – и публикация компанией отчетности по МСФО за I полугодие 2013 года, согласно которой чистая прибыль упала почти в 6 раз до 602,8 млн руб.

Комментарии аналитиков по новостям распределителя в целом и МРСК Центра в частности 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):

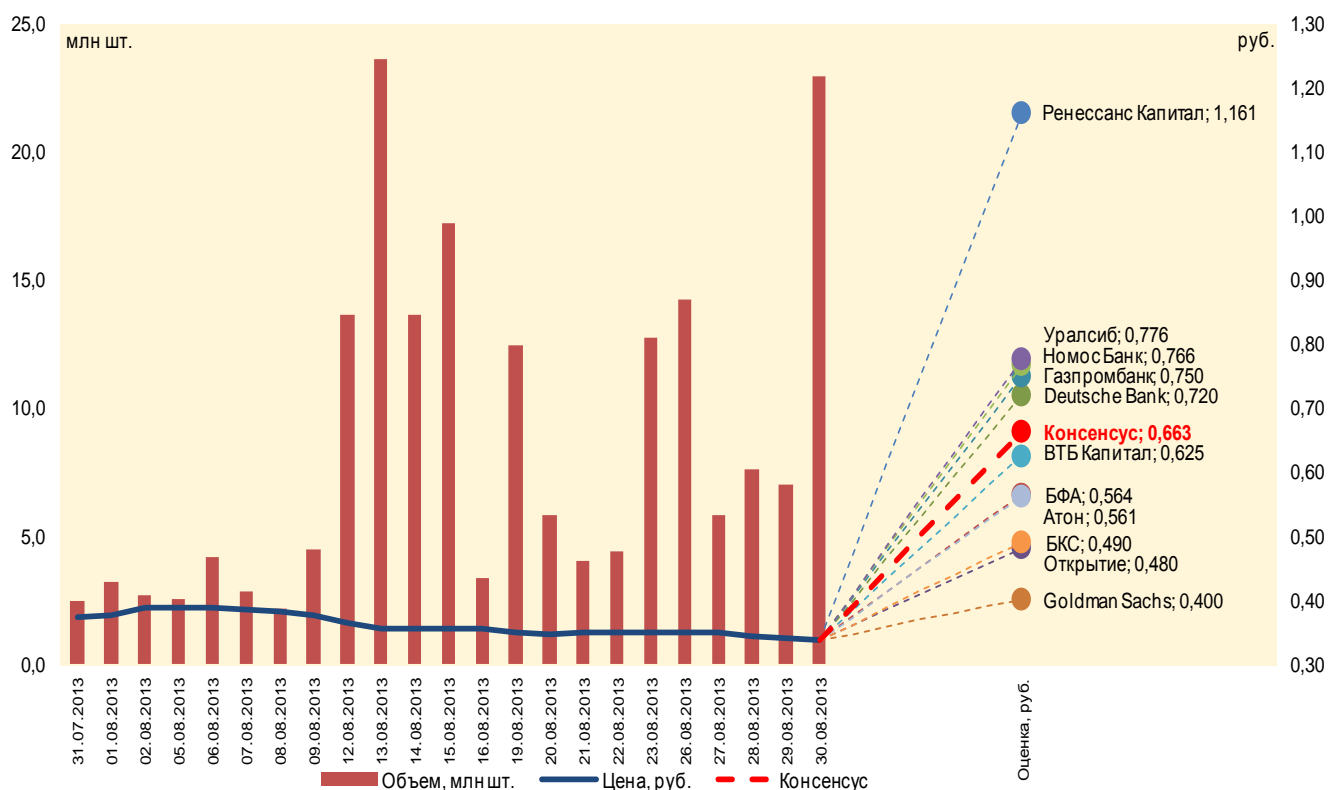
Компания	Аналитики	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекоменда- ция
		\$	руб. <sup>2</sup>			
<i>Оценки в рублях</i>						
1 БКС	Гончаров	0,015	0,490	46%	11.06.2013	держать
2 Открытие	Бейден	0,014	0,480	43%	18.06.2013	держать
3 Goldman Sachs	Голоднов, Дегтярев	0,012	0,400	19%	22.05.2013	покупать
4 Deutsche Bank	Булгаков	0,022	0,720	114%	12.04.2013	покупать
5 Газпромбанк	Котляров	0,023	0,750	123%	29.11.2012	выше рынка
<i>Оценки в долларах США</i>						
6 БФА	Жданов	0,017	0,564	68%	10.07.2013	покупать
7 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	0,0188	0,625	86%	18.03.2013	держать
8 Уралсиб	Тайц	0,0234	0,776	131%	28.01.2013	покупать
9 Атон	Купреев, Ластовкин	0,0169	0,561	67%	13.12.2012	держать
10 Номос Банк	Лямин	0,0231	0,766	128%	24.05.2012	держать
11 Ренессанс Капитал	Скляр	0,035	1,161	246%	27.04.2012	покупать
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>						
12 Альфа-Банк	Кулиева	0,035	1,150	242%	17.10.2011	выше рынка
13 Sberbank CIB <sup>1</sup>	Котиков, Труфанов	0,0182-0,0229			19.06.2013	покупать
<b>Консенсус</b>		<b>0,020</b>	<b>0,663</b>	<b>97%</b>		
Текущая цена <sup>3</sup>			<b>0,336</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 30.08.13 г.;
3. Последняя цена на Московской бирже 30.08.13 г.

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 0,663 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 97%. За прошедший месяц потенциал роста увеличился на 6 п.п. – снижение котировок было нивелировано исключением из консенсус-прогноза высоких оценок аналитиков Альфа-банка и Morgan Stanley.

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



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

В отчетном периоде отраслевые аналитики произвели один пересмотр оценок по акциям МРСК Центра – Альфа-банк убрал целевую цену и рекомендацию по акциям компании на пересмотр. Кроме того, Morgan Stanley прекратил покрытие МРСК Центра.

## Приложение – комментарии аналитиков

Основные новости компаний распределителя, прокомментированные отраслевыми аналитиками в августе, представлены в хронологическом порядке:

1. По информации СМИ со ссылкой на письмо руководителя ФАС главам территориальных органов ФАС, служба не будет препятствовать Россетям в скупке ТСО;
2. По информации Интерфакса, вице-премьер А.Дворкович заявил, что размер инвестпрограммы Россетей не будет сокращен, поскольку принято решение финансировать часть расходов компании из средств ФНБ и Пенсионного фонда;
3. По информации Интерфакса, правительство намерено разработать новый подход к вопросу «последней мили» в сетевом сегменте к концу августа;
4. МРСК Урала опубликовала отчетность по РСБУ за I полугодие 2013 года;
5. Арбитражный суд Москвы отказал во введении обеспечительных мер по иску Россетей к Минэнерго о признании незаконными приказов о проведении конкурсов на статус ГП;
6. МОЭСК представила отчетность по РСБУ за I полугодие 2013 года;
7. Совет директоров МРСК Центра на заседании 21 августа утвердил скорректированный бизнес-план и инвестпрограмму на 2013 год;
8. МРСК Северного Кавказа, МРСК Волги, МРСК Сибири, МРСК Урала и МРСК Центра опубликовали отчетность по МСФО за I полугодие 2013 года;
9. Россети представили отчетность по МСФО за I полугодие 2013 года.

<u>08 августа – По информации СМИ со ссылкой на письмо руководителя ФАС главам территориальных органов ФАС, служба не будет препятствовать Россетям в скупке ТСО</u>		
Deutsche Bank	+	<u>Перевод с английского</u> Антимонопольная служба разъяснила, что Россети и ее дочерние предприятия могут консолидировать ТСО. Вопрос возник после того, как региональные отделения ФАС отказались утвердить консолидацию нескольких региональных сетей на Северном Кавказе. <u>В то время как консолидация ТСО может быть положительным развитием событий, мы подчеркиваем, что это должно быть сделано прозрачно, чтобы избежать разрушения стоимости и обеспечить положительную доходность от таких операций акционерам Россетей.</u>
<u>09 августа – По информации Интерфакса, вице-премьер А.Дворкович заявил, что размер инвестпрограммы Россетей не будет сокращен, поскольку принято решение финансировать часть расходов компании из средств ФНБ и Пенсионного фонда</u>		
Deutsche Bank	=	<u>Перевод с английского</u> Как заявил в пятницу вице-премьер А.Дворкович, Россетям следует сохранять свою инвестиционную программу. Правительство может направить средства из ФНБ и пенсионные деньги в сетевой сегмент через инфраструктурные облигации. <u>Мы считаем, что вместо того, чтобы поддерживать часто завышенные инвестиционные расходы неизменными, правительство должно сделать акцент на эффективности расходов и их прозрачности.</u> На самом деле, на наш взгляд, может быть рекомендована некоторая умеренность в расходах, особенно в случае ФСК. Текущая программа предполагает 150 -160 млрд руб инвестиционных расходов как для Россетей, так и для ФСК.
ВТБ Капитал	-	Оставление на прежнем уровне запланированного объема капиталовложений при одновременном ограничении роста тарифов (в соответствии с решением правительства, рост должен соответствовать прошлогодней инфляции, т.е. не превысит 6%) приведет к тому, что свободный денежный поток сектора будет оставаться отрицательным в течение более длительного времени, чем предполагалось изначально. В свою очередь дешевое финансирование за счет средств госфондов может привести к снижению регуляторной доходности. Если так произойдет, то возрастет риск существенного сокращения дивидендов по акциям сетевых компаний (напомним, на выплату дивидендов за 2012 г. некоторые из них направляли до 25% чистой прибыли). Изначально спор по

		поводу решения проблемы «последней мили» возник между Минэкономразвития и Минэнерго. Позднее свою негативную позицию по этому вопросу высказала «Палата покупателей электроэнергии», а затем с критикой выступила и администрация президента. Все это, на наш взгляд, может затянуть решение этой проблемы, одной из самых «застарелых» в отрасли. Это может повлиять и на принятие решений по тарифам, которые будут устанавливаться таким образом, чтобы снизить расходы потребителей, переложив их на плечи сетевых компаний. <u>В целом неоднозначные новости, касающиеся проблемы «последней мили», лишь ухудшают и без того оставляющую желать лучшего ситуации с регулированием сектора.</u>
Открытие	-	<u>Перевод с английского</u> Данная новость является умеренно негативной. Нынешний предлагаемый годовой CapEx Российских сетей в 150 -155 млрд рублей был уместен, когда ожидаемый рост тарифов компании на следующие 3 года составлял 8-9% в год. Однако теперь, когда рост тарифов, скорее всего, будет ограничен уровнем инфляции, неизменный размер инвестиционной программы означает, что Россетям придется повысить долговую нагрузку (хотя мы не прогнозируем коэффициент чистый долг/ЕБИТДА выше 2.7х). Мы считаем, что текущий уровень капиталовложений является чрезмерным, и его снижение было бы более разумным подходом к общему развитию электроэнергетической системы России.

09 августа – По информации Интерфакса, правительство намерено разработать новый подход к вопросу «последней мили» в сетевом сегменте к концу августа

ВТБ Капитал	=	<u>Перевод с английского</u> Мы считаем, что ни один подход не является хорошим решением этой проблемы, так как правительство ограничило рост сетевых тарифов для домашних хозяйств. Мы считаем данную новость нейтральной, но это еще раз показывает, неспособность правительства сформулировать четкий стратегический подход к сектору.
-------------	---	--

12 августа – МРСК Урала опубликовала отчетность по РСБУ за 1 полугодие 2013 года

Уралсиб Капитал	-	<u>Выручка растет, а прибыль снижается. МРСК Урала опубликовала слабые финансовые результаты за 1 п/г 2013 г.</u> Выручка компании возросла на 1% (здесь и далее – год к году) до 26,5 млрд руб. (853,4 млн долл.). Валовая прибыль снизилась на 71% до 628,9 млн руб. (20,3 млн долл.). Чистая прибыль также опустилась – на 16% до 387,3 млн руб. (12,5 млн долл.). <u>Неопределенность с регулированием сектора сохраняется.</u> Начиная с мая нынешнего года представители Кремля и правительства выступают с инициативой пересмотреть темпы повышения тарифов в секторе. Для распределительных компаний предлагается ограничить среднегодовой рост тарифов инфляционным уровнем, снизив темпы повышения с нынешних 10–11% в 2014–2016 гг. <u>Сокращение чистой прибыли указывает на низкие дивиденды за 2013 г.</u> В дополнение к рискам, обусловленным неопределенностью в регулировании сектора, слабые финансовые показатели МРСК Урала указывают на то, что непривлекательная дивидендная доходность акций компании, вероятно, сохранится. Даже если МРСК Урала во 2 п/г 2013 г. сможет улучшить финансовые показатели и добиться того же уровня чистой прибыли, что и в 2012 г., дивидендная доходность останется весьма умеренной – 1%.
-----------------	---	---

14 августа – Арбитражный суд Москвы отказал во введении обеспечительных мер по иску Россетей к Минэнерго о признании незаконными приказов о проведении конкурсов на статус ГП

Велес Капитал	-	Арбитражный суд Москвы отказал Россетям признать недействительным приказы по проведению конкурсов на присвоение статуса гарантирующего поставщика (ГП) в 11 регионах. В конце 2012 г. после упрощения процедуры лишения статуса ГП его лишились сразу шесть компаний, в начале этого года еще пять. Статус ГП был временно присвоен региональным МРСК. В июле Минэнерго РФ опубликовало приказы о проведении конкурсов по присвоению статуса ГП. Победителями будут считаться те, кто сможет покрыть весь объем либо часть задолженности перед поставщиками оптового рынка. При этом задолженность перед «дочками» МРСК погашаться не будет. Объем долгов на момент лишения бывших ГП этого статуса составил 14,2 млрд руб. В результате чего региональные МРСК могут списать на убытки порядка 10 млрд руб. непогашенной дебиторской задолженности.
---------------	---	--

		Мы считаем, что срок временного исполнения статуса ГП региональными МРСК не будет продлен, иначе это бы означало нарушение закона об электроэнергетике. Срок присвоения временного статуса будет продлен только в случае, если не удастся найти новых гарантирующих поставщиков, что маловероятно. Поэтому региональным МРСК все же придется списать дебиторскую задолженность в качестве убытков, что, несомненно, отразится на их годовых финансовых результатах.
<u>20 августа – МОЭСК представила отчетность по РСБУ за 1 полугодие 2013 года</u>		
БКС	-	<u>Снижение выручки от подключений сильнее ожиданий.</u> Компания связывает снижение выручки от подключений с изменением тарифа на подключение, однако мы связываем снижение сильнее ожиданий с сокращением объемов подключений из-за замедления экономической активности. <u>Возможность понижения наших прогнозов на год.</u> В частности, наш прогноз по EBITDA на 2013 г. по МСФО (RUB 44 млрд) может оказаться консервативным, учитывая результат по EBITDA за 1П13 на уровне RUB 19 млрд (по РСБУ). <u>Возможность понижения нашего прогноза дивидендности на 2013 г.</u> В случае если МОЭСК направит на дивиденды за 2013 г. 25% чистой прибыли по РСБУ (как в текущем году), результат по чистой прибыли за 1П13 предполагает дивидендность за 2013 г. примерно 5%, что ниже наших ожиданий (DY'13=6-7%).
Открытие	=	<u>Перевод с английского</u> Результаты соответствовали ожиданиям, и показали, что FY13 цифры могут быть близки к нашему прогнозу FY13 МСФО (прибыль 124 млрд руб., EBITDA в 40 млрд руб., а чистая прибыль 16 млрд руб). Доходы от присоединения упали на 26%, что также находится в соответствии с нашим прогнозом и ожиданиями компании. <u>Мы считаем, что рынок должен реагировать нейтрально, на результаты, которые остаются стабильными на фоне сохраняющейся регуляторной неопределенности на рынке.</u> В настоящее время МОЭСК торгуются на уровне 2013П EV / EBITDA 2.8x из, против 3.4x для МРСК среднем (за исключением МОЭСК).
<u>21 августа – Совет директоров МРСК Центра на заседании 21 августа утвердил скорректированный бизнес-план и инвестпрограмму на 2013 год</u>		
Deutsche Bank	+/-	<u>Перевод с английского</u> <u>Эта новость может ограничить ожидания более высоких дивидендов за 2013 год.</u> Дивиденды за 2012 г. рассчитывались как 25% от чистой прибыли по РСБУ. Из позитивного, компания объявила о пересмотре своей долгосрочной инвестиционной программы. Она сократила оценку инвестиционных расходов до 90 млрд руб на 2013 - 2018 годы, по сравнению с 118 млрд рублей, сославшись в пресс-релизе на сдерживание тарифов с 2014 года в качестве причины.
ВТБ Капитал	-	Главная причина столь существенного пересмотра целевой EBITDA – ожидаемое создание резервов по сомнительным долгам в размере 2.3 млрд руб. С корректировкой на данную не денежную статью снижение оказывается значительно меньше – всего 3% – и, скорее всего, связано с меньшим, чем ожидалось, объемом передачи электроэнергии. <u>Как бы то ни было, разовые факторы будут по-прежнему негативно сказываться на прибыли компании, а следовательно и на перспективах роста дивидендных выплат.</u> <u>Планы МРСК Центра по оптимизации капитальных расходов можно только приветствовать, поскольку в условиях ограничений по росту тарифов это будет способствовать хотя бы частичному сохранению акционерной стоимости.</u> В целом инвестиционную привлекательность межрегиональных сетевых компаний мы по-прежнему оцениваем скептически. Основной интерес будут представлять пересмотренные уровни тарифов и планы капиталовложений. Дополнительная ясность в этом вопросе должна появиться осенью. Главный же риск заключается в том, что получение дешевого финансирования от ВЭБа может быть использовано как повод не сокращать капиталовложения.
Промсвязь-банк	=	<u>Мы нейтрально оцениваем влияние новостей на котировки МРСК Центра.</u> Рост выручки и появление новых доходов уже ожидалось после принятия в декабре поправок в законодательство, в дальнейшем эта статья доходов должна исчезнуть, однако пока не получается найти покупателя на электробытовые активы. <u>Сокращение инвестпрограммы не настолько значительное, чтобы</u>



		оказать какой-то долгосрочный эффект на финансовые показатели компании.
<u>28 августа – МРСК Северного Кавказа, МРСК Волги, МРСК Сибири, МРСК Урала и МРСК Центра опубликовали отчетность по МСФО за первое полугодие 2013 года</u>		
Финам		<u>МРСК Волги, МРСК Северного Кавказа</u> Результат МРСК Волги выглядит чуть лучше, чем МРСК Северного Кавказа, несмотря на то, что они в значительной степени уступают первому полугодю 2012г. Тем не менее, рентабельность МРСК Волги остается выше средней среди сетевых компаний. МРСК Северного Кавказа опубликовала неплохую отчетность по РСБУ ранее, что после неожиданно высоких дивидендных выплат в 2012г. дало надежду на неплохие дивиденды в дальнейшем. Негативная отчетность по МСФО, на наш взгляд, ослабит интерес инвесторов в ближайшее время. Сетевые компании в целом, а в особенности низкоэффективные, находятся в нестабильном положении ввиду выпадающих доходов по «последней миле», грядущих решений по данному вопросу с перспективой ее устранения, а также жесткого тарифного регулирования и необходимости при этом выполнения объемных инвестпрограмм.
	-	<u>МРСК Центра</u> Мы оцениваем результаты негативно для МРСК Центра, так как, несмотря на отмечаемые компанией достижения по снижению издержек по отдельным статьям на сумму 131,4 млн.руб., рост операционных расходов значительно превзошел рост выручки, что негативно отразилось на эффективности компании. Основной проблемой роста расходов является сомнительная задолженность в размере 4 млрд.руб. Но вследствие несостоявшегося 1-го этапа конкурса на статус ГП, можно сделать вывод о предстоящем списании как минимум 20% убытков по дебиторской задолженности энергосбытовых компаний. В то же время, на фоне остальных сетевых компаний МРСК Центра выглядит несколько лучше за счет чистой прибыли по итогам периода и более высокой эффективности.
	-	<u>МРСК Сибири</u> Результаты негативны для МРСК Сибири, так как, несмотря на дополнительные доходы от перепродажи электроэнергии компания наращивает убытки. Выполнение функций гарантирующего поставщика является для компании дополнительной нагрузкой: после передачи полномочий новому ГП компания лишится сбытовой надбавки, но в то же время сможет направить усилия на повышение эффективности по ключевой деятельности. В пресс-релизе компании отмечается, что основной причиной негативной динамики финансовых показателей являются выпадающие доходы вследствие тарифных решений по «последней миле» в размере 3,2 млрд.руб., тем не менее, полученный убыток оказался меньше планового. Сейчас ведутся активные переговоры по решению проблемы «последней мили», пока окончательного решения не принято, но, без сомнения, низкоэффективные МРСК сильнее всего подвержены негативному влиянию со стороны текущей политики в области электроэнергетики.
	-	<u>МРСК Урала</u> Результаты МРСК Урала по-прежнему демонстрируют негативную динамику. Рост расходов, превышающий рост доходов, говорит о неэффективности компании, снижается и рентабельность по EBITDA и по чистой прибыли, и так находящиеся на одном из самых низких уровней среди сетевых компаний. С учетом негативной динамики результатов и особенностей тарифного регулирования сектора, ставящего под удар неэффективные компании, <u>мы пока не видим драйверов роста для МРСК Урала в ближайшее время.</u>
Промсвязь-банк	-	Котировки акций МРСК Сибири вчера отреагировали резким падением более чем на 5% на слабых финансовых результатах, которые компания объяснила уходом ряда крупных потребителей, причем выпавшие у неё доходы не были учтены регулятором при определении размера энерготарифов. Зафиксированный МРСК Сибири крупный убыток, на наш взгляд, говорит об определенных проблемах, с которыми столкнулась компания в процессе своей деятельности. <u>До тех пор пока МРСК Сибири не начнет показывать устойчиво положительные финансовые результаты, мы не будем рассматривать её акции как привлекательные для инвестирования.</u>
<u>29 августа – Россети представили отчетность по МСФО за 1 полугодие 2013</u>		

<p>БКС</p>	<p>-</p>	<p>Россети представили результаты за 1П13 по МСФО (которые консолидируют финансовые показатели недавно приобретенной ФСК). <u>Умеренно позитивный сюрприз со стороны EBITDA был нивелирован тревожными комментариями в отношении CapEx.</u></p> <p>* Рост EBITDA за 1П13 на 5% г/г до RUB 106 млрд, на 7% выше консенсуса</p> <p>* Отсутствие конкретики в отношении изменений в среднесрочном CapEx...</p> <p>* ... указывает на намерение сохранять текущий уровень или увеличивать капзатраты</p> <p>* Допэмиссия (профинансированная из ФНБ) не исключена</p> <p>1П13 МСФО: Рост EBITDA на 5% г/г до RUB 106 млрд (по расчетам БКС) вызван 11%-ным ростом выручки (на фоне повышения регулируемого тарифа на 10% с 1 июля 2012 г.) и сокращением рентабельности. Показатели за 1П13 и 1П12 опубликованы с учетом консолидации ФСК (80%-ной доля в компании была приобретена Россетями 14 июня).</p> <p>Среднесрочные планы по CapEx: без конкретики, но сокращение маловероятно. Хотя компания не представила конкретики в отношении планов по среднесрочному CapEx (2013-17 гг.), менеджмент показал готовность сохранить CapEx консолидированной компании (около RUB 270 млрд в год в 2013-17 гг. – примеч. БКС), по крайней мере, на уровне, утвержденном до принятия российскими властями решения по ограничению роста тарифов на электроэнергию в среднесрочной перспективе.</p> <p>Допэмиссия акций не исключена. Менеджмент подтвердил свою точку зрения (первоначально озвученную председателем правления Олегом Бударгиным в июне), что модернизация российских электросетей требует более высокого уровня CapEx, чем на данный момент предполагает CapEx Россетей: в частности, более RUB 400 млрд. Достижение этого уровня CapEx потребует дополнительных источников финансирования, среди которых наиболее предпочтительным, согласно представителям Россетей, является допэмиссия акций в пользу Фонда национального благосостояния.</p> <p>Оценка: <u>Наш скептический взгляд на фундаментальные характеристики Россетей подтвержден. Наш негативный взгляд основан на невысоких перспективах возврата CapEx и отдаленных сроков выхода на положительный FCF (не ранее 2018 г.).</u> Возможность роста CapEx и допэмиссии подтверждают нашу точку зрения. Кроме того, перспективы приемлемых дивидендов по обыкновенным акциям Россетей еще менее вероятны, чем у ФСК, поскольку Россети (в отличие от ФСК) – холдинговая компания.</p>
<p>Газпромбанк</p>	<p>=</p>	<p>Эффект на компанию: <u>Динамика выручки Россетей была подвержена влиянию разнонаправленных факторов.</u> С одной стороны, индексация тарифов и «подхват» функций проблемных гарантирующих поставщиков в ряде регионов увеличили доходы компании от передачи и продажи электроэнергии. С другой стороны, доходы от платы за техприсоединение планово сократились. Давление на операционные затраты оказал рост амортизации, связанный с выполнением масштабной инвестпрограммы, увеличение затрат на покупку электроэнергии, а также ряд неденежных статей. В частности, был создан резерв по дебиторской задолженности объемом 12,2 млрд руб. Причем компания отмечает ухудшение платежной дисциплины в регионах Центра России, что грозит еще большими резервами.</p> <p>Эффект на акции: <u>Получение Россетями убытка в первом полугодии снижает вероятность выплаты существенных дивидендов по итогам года, что негативно для акций компании.</u> С другой стороны, финансовые результаты Россетей с поправкой на неденежные факторы заметно превзошли ожидания аналитиков.</p> <p>Не менее важным вопросом остается выполнение планов правительства по ограничению цен на электроэнергию уровнем инфляции. Учитывая значительную долю сетевой составляющей в конечной цене, Россети выглядят наиболее уязвимыми в этой ситуации. Отметим, что в декабре 2012 г. был принят закон, согласно которому недополученные доходы в результате изменения долгосрочных параметров тарифного регулирования должны быть компенсированы из госбюджета. Однако Россети на такое возмещение не надеются. Закон дает право изменять тарифы без компенсации недополученных доходов в случае существенного ухудшения экономической конъюнктуры. Скорее всего, эта оговорка и будет воплощена в жизнь, и сетевым компаниям в отсутствие компенсаций придется искать внутренние источники – оптимизировать операционные и капитальные затраты.</p>

Номос-Банк	-	<p>В результате данных изменений, в структуре выручки существенно возросли поступления от продажи электроэнергии с 20.4 до 54.5 млрд руб. С другой стороны, с 12.6 до 28.8 млрд руб. возросли расходы на покупку электроэнергии. Кроме того, новые функции привели к существенному росту отчислений в резервы по дебиторской задолженности. В 1-ом полугодии на данные резервы было направлено около 17 млрд. руб по сравнению с 4.8 млрд руб. годом ранее.</p> <p>Операционные денежные потоки сократились на 14%, но одновременно снизились капитальные затраты. В результате, в 1-ом полугодии свободные денежные потоки Россетей составили -18.4 млрд руб., по сравнению с 29.3 млрд руб. годом ранее. Тем не менее, компания намеренна выполнить утвержденный объем инвестиций, и, соответственно, CAPEX 2-го полугодия существенно увеличится. Не ожидается изменений и в долгосрочной инвестиционной программе сетевого комплекса.</p> <p><u>Опубликованные результаты показали опережающий рост расходов над доходами, что в условиях корректировки тарифных решений является негативным моментом.</u> Новые тарифные решения менеджмент компании ожидает в сентябре. Целевой уровень по ежегодной индексации составляет около 6%. Вчера менеджмент Россетей сообщил, что тарифы могут быть снижены за счет оптимизации инвестиционных и операционных издержек. Кроме того, могут произойти изменения в регулировании ТСО, за счет которых рост тарифов МРСК окажется немного выше 6%.</p>
Уралсиб Кэпитал	= / -	<p>Первые консолидированные результаты. Российские сети (MRKH – рекомендация пересматривается) опубликовали первые консолидированные результаты за 1 п/г 2013 г. по МСФО с учетом показателей ФСК. Выручка увеличилась на 11% (здесь и далее – год к году) до 349 млрд руб. (11,2 млрд долл.). EBITDA, скорректированная на обесценение дебиторской задолженности, выросла на 10% до 115 млрд руб. (3,7 млрд долл.). Скорректированная чистая прибыль снизилась на 7% до 36 млрд руб. (1,2 млрд долл.).</p> <p>Пересмотр тарифов приведет к заметному изменению планов. Намерение правительства ограничить рост тарифов до уровня инфляции вынудит руководство компании искать дополнительные источники финансирования программы капзатрат. Так, Российские сети, скорее всего, обратятся за получением государственных кредитов или прибегнут к прямым вливаниям в капитал.</p> <p><u>Наша модель не включает финансовые показатели ФСК. Наша модель для Российских сетей не учитывает консолидированные результаты ФСК, поэтому мы берем наши финансовые прогнозы и рекомендацию по Российским сетям на пересмотр. Интерес инвесторов к компаниям энергетического сектора остается низким, и Российские сети здесь не исключение, тем более что компания намерена искать дополнительные источники финансирования капзатрат (госкредиты и прямые вливания в капитал) в связи с планами правительства ограничить рост тарифов.</u></p>
Открытие	-	<p><u>Перевод с английского</u></p> <p><u>Мы считаем результаты умеренно негативными, даже несмотря на то, что в них впервые консолидированы результаты ФСК (Россетям принадлежит 80% акций ФСК), что привело в результате к отсутствию консенсуса. Основной проблемой является управление затратами. Себестоимость компании увеличилась значительно больше инфляции на 18,6% в годовом исчислении, расходы на персонал на 11%, в то же время были созданы дополнительные резервы по дебиторской задолженности в размере 12 млрд руб. в связи с работой сбытовых компаний в некоторых регионах. С учетом того, что компания по-прежнему подвержена неопределенности в регулировании сектора и ее будущими капиталовложениями, мы считаем, что акции могут оказаться под некоторым давлением.</u></p>