

**Открытое акционерное общество
«МРСК Центра»**

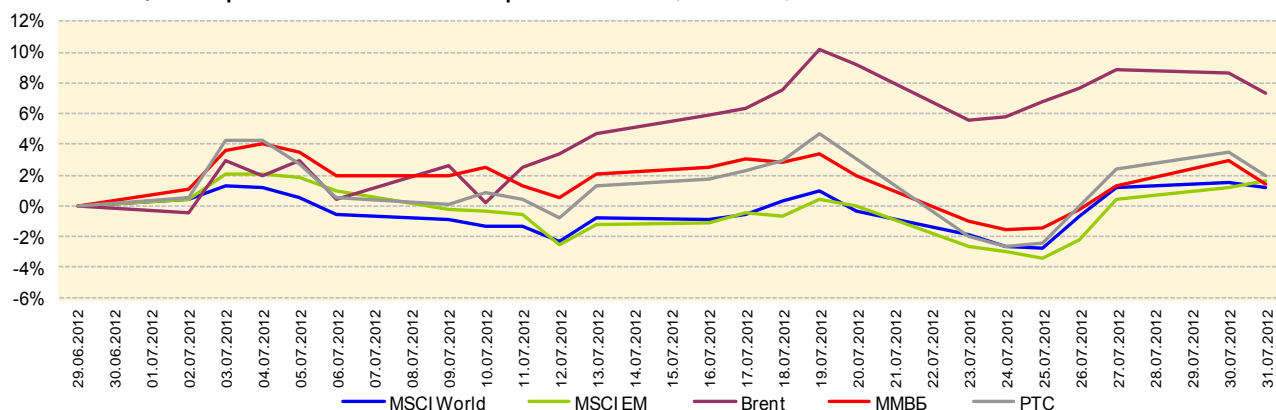


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»
в июле 2012 г.**

Москва, август 2012 г.

Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций в июле продолжили рост: индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM прибавили 1,2% и 1,6% соответственно.



Между тем большую часть отчетного периода индексы MSCI World и MSCI EM провели на уровнях ниже закрытия июня под давлением проблем глобальной экономики и углубляющегося долгового кризиса в Европе.

Мировая экономика продолжает снижать темпы восстановления, о чем убедительно свидетельствовала июльская макроэкономическая статистика:

- в США темпы роста ВВП во II квартале были минимальными за последние три квартала, индекс производственной активности в июне впервые за последние три года упал ниже отметки 50 пунктов;
- рост китайской экономики во II квартале был минимальным с I квартала 2009 года, замедление темпов роста наблюдается шесть кварталов подряд;
- в еврозоне безработица в мае составила рекордные 11,1%, производственная активность в июне снизилась 11-й месяц подряд.

Отражением текущей слабости мировой экономики стало снижение МВФ прогноза глобального экономического роста на 2012 год на фоне невыразительных объемов инвестиций, а также неблагоприятной ситуации на рынке труда и в производственном секторе в Европе, США, Бразилии, Индии и Китае.

Что касается Европы, в центре внимания инвесторов в течение всего июля находились Испания и Италия.

Решение Еврогруппы о выделении первого транша помощи испанским банкам в объеме €30 млрд оказало рынкам очень непродолжительную поддержку. После появления информации о том, что шесть провинций Испании намерены запросить у правительства финансовую помощь, на рынке практически не осталось сомнений, что Испания вскоре будет вынуждена обратиться за внешней помощью.

Не осталась в стороне и Италия – агентство Moody's снизило рейтинг страны сразу на две ступени – до «Ваа2» с сохранением «негативного» прогноза. По мнению агентства, ближайшие перспективы экономики Италии ухудшились, при этом Moody's указало также на опасность цепной реакции, идущей от Греции и Испании.

На этом фоне успокоить рынки смогли только решительность действий и заявлений мировых регуляторов:

- ЦБ КНР второй раз за месяц снизил процентные ставки, ЕЦБ понизил ставку до рекордно низких 0,75%, Банк Англии увеличил объем программы выкупа активов;
- ФРС США хотя и воздержалась от активных действий, по мнению аналитиков, все больше склоняется к использованию новых мер стимулирования экономики. Об этом говорил глава ФРС, который охарактеризовал последние макроэкономические данные как «в основном разочаровывающие».

Завершить июль в положительной области индексам MSCI World и MSCI EM помогла словесная интервенция представителей ЕЦБ и лидеров стран еврозоны, вынужденных реагировать в последние дни месяца на резкий рост доходностей гособлигаций и стоимости страхования от дефолта Испании и Италии:

- глава австрийского ЦБ, член совета ЕЦБ сообщил, что «есть аргументы» в пользу получения фондом ESM банковской лицензии. По мнению экспертов, этот шаг, открывающий доступ к кредитам ЕЦБ, должен снизить опасения рынков, что средств ESM в объеме €500 млрд не хватит, если помощь потребуется Испании и Италии;
- глава ЕЦБ заявил, что в рамках своего мандата банк готов сделать все, что потребуется, чтобы сохранить евро, и что борьба с чрезмерно высокой доходностью гособлигаций стран еврозоны отвечает целям и задачам европейского центрбанка;
- в конце месяца с заявлениями о решительной поддержке евро выступили канцлер Германии, президент Франции и премьер-министр Италии.

Динамика российского рынка, завершившего июль ростом на 1,4% по индексу ММВБ, соответствовала динамике индексов MSCI World и MSCI EM. Повышение цены нефти Brent более чем на 7% не смогло оказать существенного влияния на наш рынок.

Собственный новостной фон, носивший нейтральный характер, также не оказывал существенного влияния на динамику российского рынка:

- по оценке Минэкономразвития, рост ВВП во II квартале 2012 года составил примерно 4%, а за первое полугодие – 4,9%. По мнению главы МЭР, это дает основание для повышения прогнозов по итогам 2012 года с нынешних 3,4% до 3,8-4%.

Более скептически оценивает перспективы экономики РФ ЕБРР, снизивший прогноз по темпам роста ВВП в текущем году до 3,1% с прежних 4,2%, на будущий год оценка составляет теперь 3,3% против 4,3%.

В то же время МВФ, снизив свои прогнозы по темпам роста мировой экономики в 2012 году, сохранил ожидания по России на уровне 4%.

- по предварительным данным ЦБ РФ, отток капитала во II квартале резко замедлился в сравнении с I кварталом – до \$9,5 с \$33,9 млрд.
- по оценке Минфина, профицит бюджета РФ в январе-июне составил 0,9% ВВП. Как сообщил Коммерсант, на фоне сокращения цен на нефть и общей деловой активности аналитики склонны объяснять увеличение профицита, в том числе, частичной переоценкой налоговой базы, вызванной девальвацией рубля.

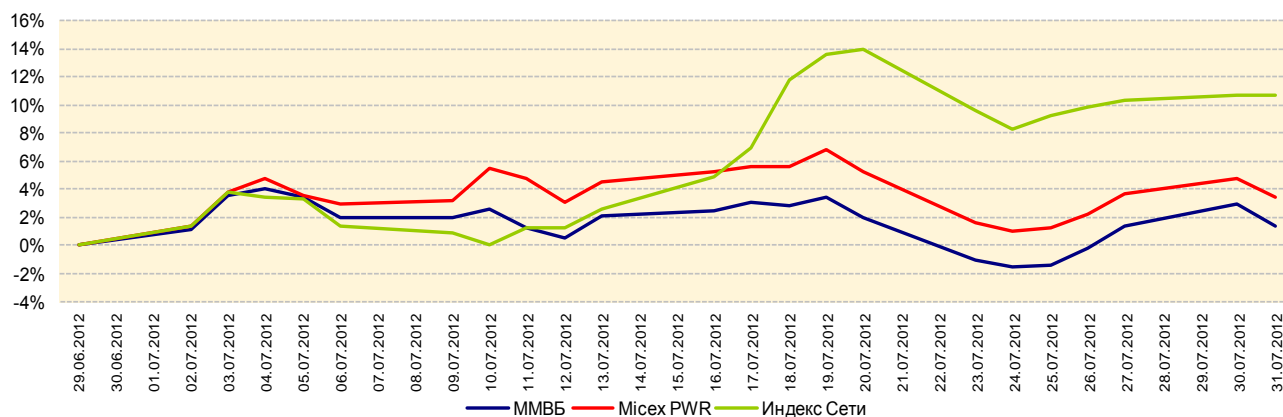
Росстат представил неоднозначные данные по итогам июня. Рост промпроизводства замедлился до 1,9% после повышения на 3,7% в мае – почти в два раза хуже ожиданий, не оправдали прогнозов и темпы роста инвестиций – 4,7% после 7,7% в мае. В то же время в июне уровень безработицы сохранился на отметке 5,4%, оборот розничной торговли вырос на 6,9%, реальные доходы населения увеличились на 3%.

В конце месяца ЦБ РФ достаточно неожиданно для многих аналитиков принял решение о расширении границ колебаний стоимости бивалютной корзины с 6 до 7 рублей – от 31,65 до 38,65 рубля. Как отмечается в пресс-релизе Банка России, *«повышение потенциальной гибкости валютного курса, обусловленное принятыми изменениями, будет способствовать повышению действенности процентной политики, используемой Банком России для обеспечения ценовой стабильности»*.

В свою очередь, Коммерсант, комментировавший это решение ЦБ, отметил, что, учитывая текущую конъюнктуру – массовый выход инвесторов из рискованных активов из-за европейского долгового кризиса, – ЦБ фактически разрешил курсу рубля более свободное падение.

Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали лучшую в сравнении с рынком в целом динамику: индекс МисехPWR по итогам месяца вырос на 3,4%, тогда как индекс ММВБ прибавил 1,4%.



Источник: ММВБ, РТС, расчеты ДКТ

Драйверами динамики отраслевого МисехPWR в июле поочередно становились госкомпании, в акциях которых отыгрывалась по мере появления информация, касавшаяся перспектив участия Роснефтегаза в секторе.

Так, 10 июля акции РусГидро, ФСК и Холдинга МРСК отреагировали внушительным ростом на заявления вице-преьера А.Дворковича, сделанные им после первого заседания президентской комиссии по ТЭК, свидетельствующие, как полагают эксперты, о намерениях правительства существенно ограничить роль Роснефтегаза в этих процессах.

Инерционный рост этих бумаг сменился продажами после появления информации о новой схеме докапитализации РусГидро и Интер РАО, предложенной Роснефтегазом. При этом в наибольшей степени пострадали акции Интер РАО, ранее не упоминавшиеся в качестве претендента на подобную докапитализацию.

В середине месяца к инвесторам вновь вернулся осторожный оптимизм после очередного заявления А.Дворковича, сообщившего, что софинансирование Роснефтегазом проектов Интер РАО и РусГидро «может быть в ряде случаев более целесообразным, чем прямое вхождение в капитал этих компаний».

В целом, как отмечали эксперты, комментировавшие эти новости, все это свидетельствует о продолжающейся борьбе различных ветвей власти за контроль над ТЭК.

Июльский рост в компаниях распресектора был обусловлен информацией о намерениях правительства приватизировать «пилотную» МРСК в следующем году и существенном сокращении инвестпрограммы сектора в 2012-2017 гг.

В остальном новостной фон для сектора носил нейтральный характер:

- с 1 июля были индексированы тарифы на газ и электроэнергию – темпы роста соответствовали ранее опубликованным решениям. В большей степени на это отреагировали цены в I ценовой зоне, прибавившие около 14% за первую неделю месяца – это, по данным Bloomberg, максимальный недельный рост, по меньшей мере, с начала 2010 года.
- согласно сообщению Системного оператора, электропотребление в РФ в январе-июне 2012 года выросло на 1,8%, в июне – на 1,6%.

Как отметили аналитики, показатели за июнь в целом соответствуют динамике первых месяцев 2012 года. Вместе с тем, по словам экспертов Уралсиба, рост потребления в первом полугодии был удовлетворен в основном за счет АЭС, что все же является негативным фактором для теплогенерирующих компаний.

- по информации Интерфакса, набсовет НП «Совет рынка» возглавил бывший член правления РАО ЕЭС, экс-руководитель Центра реформ РАО Ю. Удальцов. По мнению ряда экспертов, возвращение одного из главных идеологов реформ российской электроэнергетики может стать позитивом для сектора.

- ФСТ выступила с предложением по индексации price cap на мощность для проведения долгосрочного конкурентного отбора на 2013 год на 6,1% - фактический индекс потребительских цен за 2011 год. Отметив позитивный характер этой информации, эксперты, впрочем, полагают, что она уже заложена в стоимости акций генераторов.

- по информации Ведомостей, на первом заседании президентского экономического совета может быть рассмотрен вопрос о возможности установления 4%-го ограничения на рост тарифов естественных монополий. Как полагают аналитики, отметившие низкую вероятность принятия подобных решений, эта информация все же свидетельствует о сохранении регуляторного давления на отрасль.

- согласно сообщению Ведомостей, вице-премьер А. Дворкович поручил Минэнерго, МЭР, Совету рынка, Системному оператору и ФСК проработать целесообразность строительства сетей для объединения ценовых зон оптового энергорынка.

Отраслевые эксперты, отметившие, в первую очередь, долгосрочность этого проекта, были практически единодушны в своих рассуждениях, полагая, что потенциальный положительный эффект объединения, связанный с повышением устойчивости и надежности энергосистемы и увеличением конкуренции генераторов, будет нивелирован высокой стоимостью проекта, ставящей под сомнение его экономическую целесообразность.

В частности, по расчетам директора Фонда энергетического развития С.Пикина, для реализации данного проекта потребуется построить около 2500 км сетевой инфраструктуры. В результате стоимость строительства, по оценкам эксперта, может превысить \$19 млрд.

В свою очередь, в Уралсибе считают, что этому дорогостоящему проекту существует ряд «хороших» альтернатив, называя среди них запуск новых энерго мощностей.

Рынок акций распределительных компаний

Динамика акций распределительных компаний в целом выглядела значительно лучше динамики отраслевого MisexPWR – индекс Сети прибавил 10,7%, тогда как MisexPWR повысился на 3,4%.

Информационный поток в июле касался широкого спектра тем: консолидации электросетевого сегмента, перспектив приватизации, а также публикации долгосрочных параметров RAB-регулирования для ряда филиалов МРСК, сокращения инвестпрограммы Холдинга МРСК, вопросов дивидендных выплат и «последней мили»

Консолидация электросетевого сегмента

Основной, впрочем, ожидаемой аналитиками новостью для компаний распределителя в начале месяца стали итоги собрания акционеров Холдинга МРСК, в том числе принявшего решение о передаче ФСК полномочий единоличного исполнительного органа общества.

«Передача Холдинга в управление ФСК – первый этап консолидации электросетевого хозяйства. В дальнейшем мы ожидаем передачу и ФСК, и МРСК в управление Роснефтегаза с последующей возможной консолидацией», - отметили в Газпромбанке.

Вместе с тем аналитики Merrill Lynch обратили внимание на назначение зампредаправления ФСК А.Мурова и.о. главы Холдинга МРСК после прекращения

полномочий Н.Швеца. По мнению экспертов, отметивших, что А.Муров является сыном главы ФСО РФ, это является дополнительным признаком ухудшения стандартов корпоративного управления и усиления государственного влияния в отрасли.

Публикация ФСТ долгосрочных параметров RAB-регулирования ряда МРСК

В середине отчетного периода ФСТ опубликовала долгосрочные параметры RAB-регулирования для ряда филиалов МРСК.

Как отметили в JPMorgan, теперь тарифы раскрыты для 31 региона, доля iRAB которых в суммарном показателе холдинга составила 31%. При этом сокращение iRAB по сравнению с первоначальными оценками экспертов достигло 22% – с 271 млрд руб. до 210 млрд руб., что, тем не менее, оказалось ниже ожидавшегося в JP уровня в 33%.

В то же время, подчеркнули аналитики, в случае, если такие крупные филиалы как Тюменьэнерго и Ленэнерго лишатся RAB и будут переведены на долгосрочную индексацию, суммарное сокращение базы RAB превысит 22%.

«Мы рассматриваем публикацию RAB-параметров в качестве позитивной новости ввиду появления большей ясности в вопросе регулирования», - заключили эксперты.

Что касается Ленэнерго, опасения JPMorgan оказались напрасными – как сообщил впоследствии Интерфакс, что ФСТ согласовала параметры RAB-тарифов для компании на 2012-2017 гг.

Кроме того, по информации Интерфакса, постановление о внесении изменений в основы ценообразования в электроэнергетике, подписанное премьер-министром Д.Медведевым, представляет возможность смены метода тарифного регулирования для ТСО, деятельность которых в I полугодии 2012 года осуществлялась по методу RAB, а во втором – по принципу долгосрочной индексации.

Перспективы приватизации

По заявлению главы Минэнерго, сделанному в середине месяца, министерство предлагает в I квартале 2013 года приватизировать одну из «дочек» Холдинга МРСК. А.Новак пояснил, что *«это будет дополнительная эмиссия, которая позволит привлечь стратегических инвесторов»*. Сейчас Минэнерго займется поиском консалтинговой компании, которая будет проводить оценку «дочек», *«мы хотим, чтобы это была не самая лучшая и не самая худшая, средняя»*, - добавил А.Новак.

По мнению аналитиков, шорт-лист этих МРСК будет включать в себя МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья и МРСК Волги – в итоге, эти компании в июле выглядели значительно лучше рынка прибавив от 23% до 30% стоимости.

В целом же эксперты предпочитают придерживаться осторожных взглядов на перспективу реализации намерений правительства по приватизации МРСК.

Эксперты Альфа-банка считают, что, во-первых, государству, вероятно, будет трудно найти стратегического инвестора в сегменте МРСК в частности, и в энергетическом секторе в целом – частые перемены правил игры подорвали веру инвесторов в данный сектор. Во-вторых, по их мнению, приватизация МРСК, которые торгуются по заниженной цене (0,42x по EV/RAB), в краткосрочной перспективе не имеет смысла.

В свою очередь, в Открытии обосновывают свою осторожность отсутствием четкой стратегии правительства по отношению к сектору.

Кроме того, полагают эксперты UBS, намерение приватизировать «пилотную» МРСК не похоже на желание правительства разработать комплексный план приватизации.

Вместе с тем шведский фонд EOS Russia, владеющий крупными пакетами акций ряда распределительных компаний, решил усилить акцент на инвестициях в этот сектор энергетики. Как говорится в сообщении компании, EOS рассчитывает, что анонсированное российскими властями начало процесса приватизации МРСК, а также

окончательное определение параметров RAB-регулирования увеличат капитализацию компаний распределительного комплекса.

Сокращение инвестпрограммы Холдинга МРСК

В конце июля Холдинг МРСК сообщил о существенном сокращении инвестпрограммы на 2012-2017 гг. – до 825 млрд руб. Как отметили эксперты, радикальное снижение объема капзатрат является адекватной реакцией в ответ на понижение тарифов со стороны регулятора и, несмотря на ожидаемость, в целом позитивно, поскольку положительно отразится на будущих свободных денежных потоках и снизит риски миноритарных акционеров в свете вероятных допэмиссий.

Дивидендные выплаты

В конце июля отраслевые аналитики также комментировали информацию Интерфакса о поручении правительственной комиссией по ТЭК Минэнерго, МЭР, Росимущество, ФСТ и ФСК до 30 сентября подготовить предложения по изменению дивидендной политики электросетевых компаний с целью повышения их инвестиционной привлекательности. По словам источника Интерфакса, речь идет об увеличении дивидендов.

Эксперты скептически отнеслись к этой новости, полагая, что в текущей ситуации данное предложение будет иметь лишь ограниченное влияние на акции этих компаний, поскольку обширные инвестпрограммы и тарифные ограничения не позволят сетям сгенерировать достаточное количество денежных средств для выплат акционерам.

Последняя миля

В последние дни месяца Коммерсант сообщил, что правительственная комиссия рассмотрела вопрос «последней мили», приняв решение к 1 сентября усилиями рабочей группы в составе МЭР, ФСТ, ФАС, ФСК, Холдинга МРСК, РАО ЕЭС Востока и крупнейших потребителей электроэнергии разработать меры, которые позволят решать эту проблему для 18 особенно проблемных регионов, где выпадающие доходы региональных бюджетов от «последней мили» оцениваются в 32 млрд руб., точно, с учетом региональной специфики.

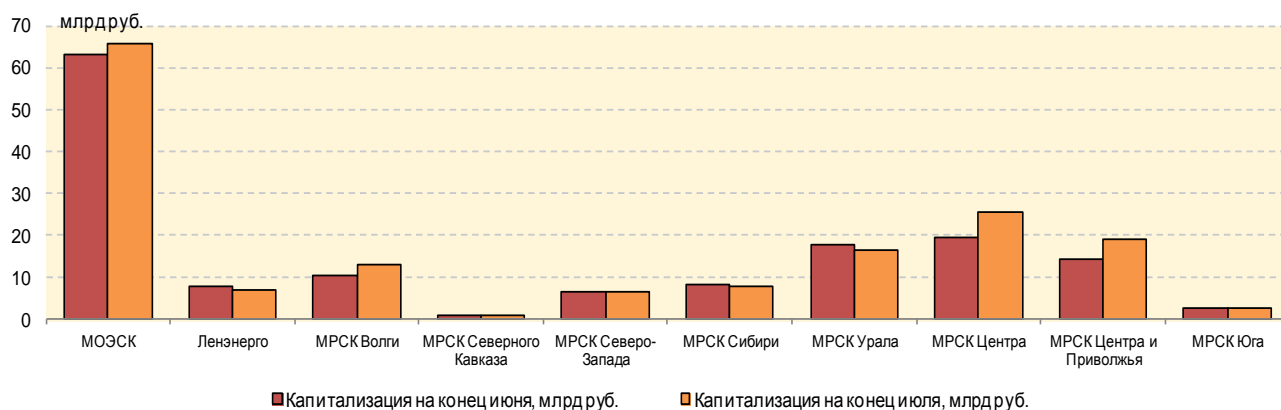
По словам аналитиков, несмотря на тот факт, что в целом внимание правительства к данному вопросу позитивно с точки зрения вероятного скорого решения одной из основных проблем сектора, на данном этапе все же необходимо увидеть конкретные меры в отношении «последней мили», прежде чем понять, как все это отразится на секторе и акциях компаний.

Другие новости в июле включали сообщение Интерфакса о том, что ФАС вновь отказала Газпромбанку в приобретении в доверительное управление 50,9% голосующих акций МОЭСК. На этот раз поводом для отказа стала аффилированность Газпромбанка и Газпрома, который, в свою очередь, является мажоритарным акционером ряда генерирующих компаний – по законодательству запрещено совмещать деятельность по транспортировке электроэнергии с ее производством.

Кроме того, в последние дни отчетного периода ряд МРСК представил отчетность по РСБУ за I полугодие 2012 г., в целом негативно встреченную аналитическим сообществом по причине потери компаниями чистой прибыли, связанной с регуляторным давлением на сектор.

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

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», июль 2012 г.



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

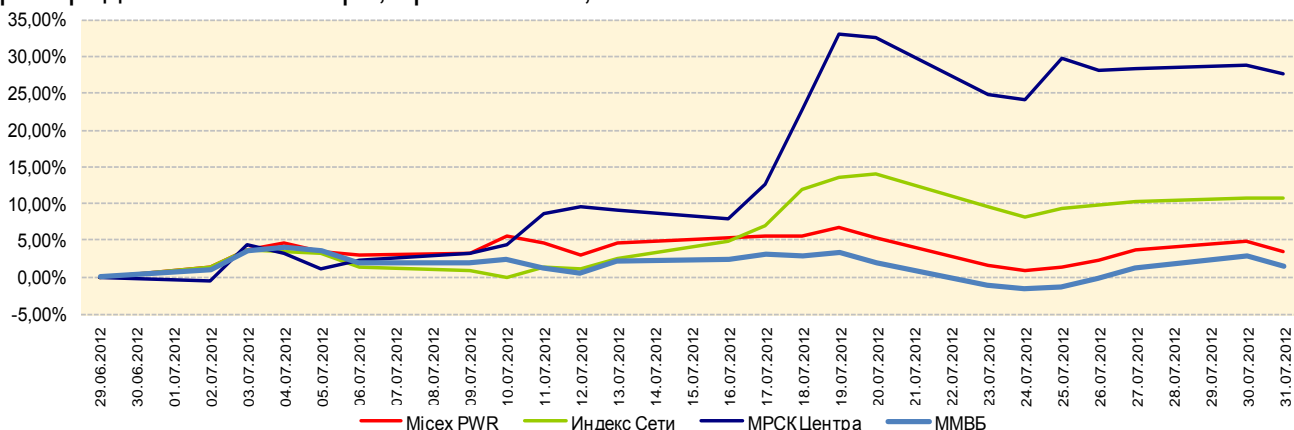
По итогам июля акции МРСК демонстрировали разнонаправленную динамику. Значительному росту капитализации МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья и МРСК Волги способствовали спекуляции участников рынка относительно возможной скорой приватизации данных компаний.

Значения капитализации МРСК на конец июня и июля 2012 года (по средневзвешенным ценам на ММВБ), а также изменения за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на ММВБ)		Изменение за месяц, %
	на 29.06.12	на 31.07.12	
МОЭСК	63,1	65,8	4,1%
Ленэнерго	7,7	7,1	-7,9%
МРСК Волги	10,3	12,9	24,8%
МРСК Северного Кавказа	1,1	0,9	-17,1%
МРСК Северо-Запада	6,5	6,5	0,4%
МРСК Сибири	8,3	7,9	-5,1%
МРСК Урала	17,7	16,3	-7,7%
МРСК Центра	19,5	25,6	31,1%
МРСК Центра и Приволжья	14,1	19,2	35,9%
МРСК Юга	2,6	2,6	-2,9%

Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц ростом котировок на 27,6% по ценам последних сделок на ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, прибавил 10,7%.



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

На протяжении первой половины месяца акции компании в целом выглядели сопоставимо с рынком электроэнергетики и индексом Сети, во второй же половине июля бумаги компании продемонстрировали опережающую позитивную динамику.

Характеристика объемов торгов на ММВБ-РТС (основной режим) акциями МРСК Центра в отчетном периоде представлена в таблице:

Биржевая площадка	Количество сделок, шт.	Объем, шт.	Объем, млн руб.
ММВБ: основные режимы	4 130	194 634 000	106,8

На объединенной площадке ММВБ-РТС в основном режиме торгов оборот по акциям МРСК Центра составил около 194,6 млн шт. или 0,46% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам в июле по сравнению с предыдущим месяцем повысился в 2,5 раза, количество сделок увеличилось на 80% по сравнению с июнем. Среднедневной объем торгов составил около 8,85 млн шт. – в 2,5 раза выше показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд¹ повысился с 0,47% до 0,72%. Максимальный спрэд за период достигал 1,91% (26 июля), а минимальное значение спрэда составило 0,07% (18 июля).

Основным новостным фоном для МРСК Центра в июле выступали информационные сообщения, касавшиеся приватизации госактивов, консолидации сетей и изменений параметров RAB.

Комментарии аналитиков по новостям распределителя в целом, и МРСК Центра, в частности, в отчетном периоде представлены в Приложении.

¹ 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):

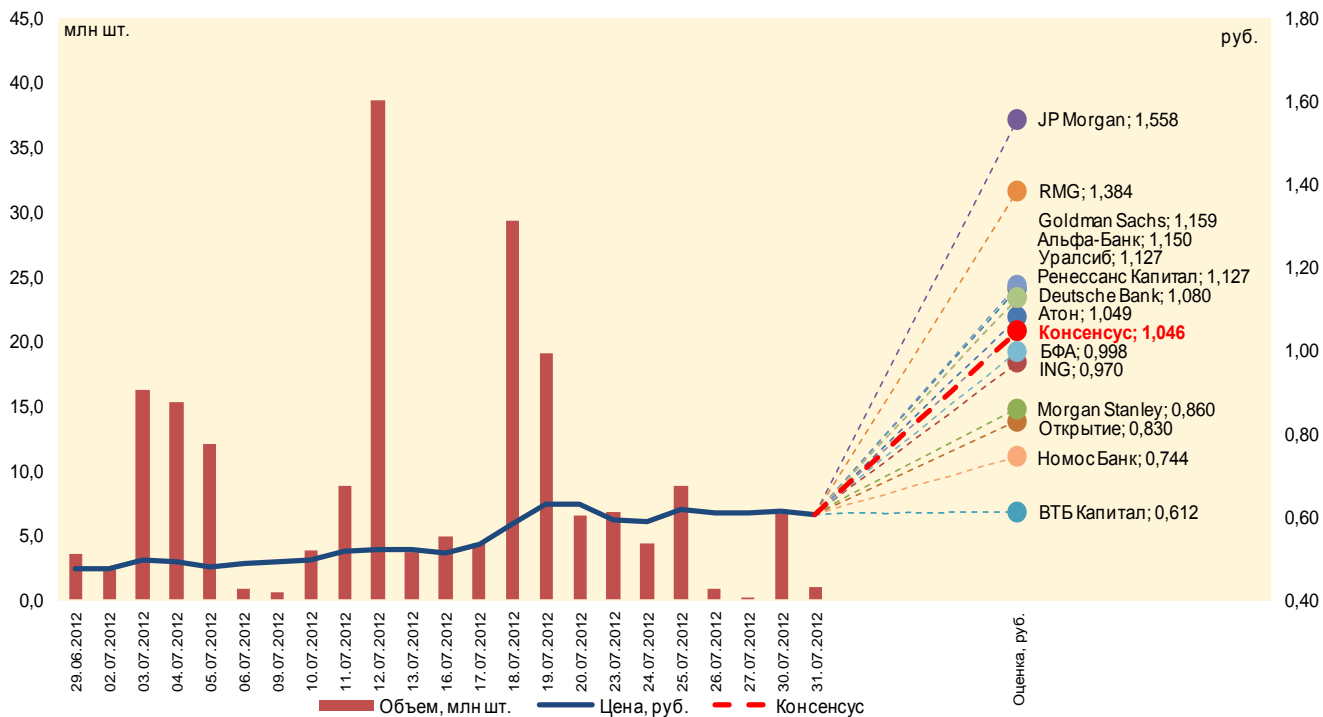
Компания	Аналитики	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекомендация ⁴
		\$	руб. ²			
<i>Оценки в рублях</i>						
1 Открытие	Бейден, Паламарчук	0,026	0,830	37%	19.06.2012	покупать
2 Deutsche Bank	Булгаков	0,034	1,080	78%	16.02.2012	покупать
3 ING	Гончаров	0,030	0,970	60%	19.12.2011	покупать
4 Morgan Stanley	Кузьмин	0,027	0,860	42%	11.11.2011	equal-weight
5 Альфа-Банк	Корнилов, Кулиева	0,036	1,150	90%	17.10.2011	выше рынка
<i>Оценки в долларах США</i>						
6 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	0,019	0,612	1%	14.06.2012	покупать
7 Goldman Sachs	Лукина, Дегтярев	0,036	1,159	91%	31.05.2012	покупать
8 Номос Банк	Лямин	0,0231	0,744	23%	24.05.2012	держать
9 Ренессанс Капитал	Скляр, Weaving	0,035	1,127	86%	27.04.2012	покупать
10 Уралсиб	Тайц, Рубинов	0,035	1,127	86%	19.04.2012	покупать
11 Атон	Купреев, Евстратенков	0,0326	1,049	73%	16.03.2012	покупать
12 БФА	Аналитическая команда	0,031	0,998	65%	28.02.2012	-
13 RMG	Доронин	0,043	1,384	128%	13.02.2012	покупать
14 JP Morgan	Аринин, Тимохова	0,0484	1,558	157%	03.12.2010	neutral
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>						
15 Тройка Диалог ¹		0,039-0,063			10.02.2012	-
16 Метрополь				Пересмотр		
17 ТКБ Капитал				Пересмотр		
18 Газпромбанк				Пересмотр		
Консенсус		0,033	1,046	73%		
Текущая цена ³			0,6063			

Источник: ММВБ, quote.ru, расчеты ДКТ, отчеты аналитиков

1. Оценка Тройки Диалог - индикативный диапазон цен - не включена в расчет консенсуса;
2. По курсу руб./долл. США на 31.07.12 г.;
3. Последняя цена на ММВБ 31.07.12 г.;
4. neutral - определение JP Morgan - ожидание того, что на протяжении последующих 6-12 месяцев доход по этой акции будет сопоставим со средним доходом по акциям компаний отрасли, "покрываемой" данным аналитиком (или командой аналитиков); equal-weight - определение Morgan Stanley - ожидание того, что на протяжении последующих 12-18 месяцев доход по этой акции (прирост стоимости + дивидендная доходность) будет на уровне среднего дохода по акциям компаний отрасли, "покрываемой" данным аналитиком (или командой аналитиков).

Консенсус-прогноз по акциям МРСК Центра составляет 1,046 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 73%. За прошедший месяц потенциал роста снизился на 51 п.п. за счет роста котировок компании.

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



Источник: ММВБ, 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 распределителя, касающиеся МРСК Центра, прокомментированные отраслевыми аналитиками в июле, представлены в хронологическом порядке:

1. ГОСА Холдинга МРСК одобрило передачу полномочий единоличного исполнительного органа общества ФСК;
2. Зампредправления ФСК А. Муров назначен и.о. гендиректора Холдинга МРСК;
3. Президентская комиссия по ТЭК обсуждает вопрос участия Роснефтегаза в интеграции электросетевого комплекса;
4. ФСТ опубликовала информацию о долгосрочных параметрах RAB-регулирования ряда филиалов;
5. Минэнерго предлагает в I квартале 2013 г. приватизировать одну из «дочек» Холдинга МРСК;
6. По словам А. Дворковича, правительство поддержало интеграцию ФСК и МРСК, но не на базе Роснефтегаза;
7. Холдинг МРСК и ФСК отменили внеочередные собрания акционеров для переизбрания советов директоров;
8. Инвестпрограмма Холдинга МРСК на 2012-2017 гг. сокращена до 825 млрд руб.;
9. По сообщению Ведомостей, экономический совет при президенте обсудит инициативу введения 4%-го лимита индексации тарифов;
10. Правительство РФ может пересмотреть дивидендную политику электросетевых компаний в сторону увеличения выплат;
11. ФАС выступает за систему оценок в электроэнергетике – benchmarking;
12. Минэкономразвития предлагает госмонополиям выплачивать 25% прибыли в качестве дивидендов;
13. По сообщению Коммерсанта, правительство решает проблему перекрестного субсидирования и «последней мили» в распределителях.

<i>02 июля – ГОСА Холдинга МРСК одобрило передачу полномочий единоличного исполнительного органа общества ФСК</i>		
ВТБ Капитал	=	Передача управления <u>соответствует представленной недавно стратегии государства в отношении сетевых компаний и направлена на более тесную координацию между двумя компаниями.</u> Дальнейшие действия по их консолидации еще предстоит вынести на обсуждение и рассмотрение Минэнерго. По нашему мнению, <u>решения об этом пока не приняты и могут быть совершенно разными.</u> Низкая прогнозируемость будущих корпоративных действий и ограничение роста тарифов ухудшают инвестиционную привлекательность электросетевых компаний.
Газпромбанк	=	Новость об утверждении передачи холдинга МРСК в управление ФСК была <u>полностью ожидаемой</u> после того, как соответствующее решение было озвучено в начале мая. Ранее ФАС уже одобрила соответствующее ходатайство ФСК. Передача Холдинга в управление ФСК – первый этап консолидации электросетевого хозяйства. В дальнейшем мы ожидаем передачу и ФСК, и МРСК в управление Роснефтегаза с последующей возможной консолидацией.
<i>02 июля – Зампредправления ФСК А. Муров назначен и.о. гендиректора Холдинга МРСК</i>		
Merrill Lynch	-	<i>Перевод с английского</i> Смена CEO Холдинга МРСК была ожидаема рынком. Тем не менее, мы расцениваем это событие как <u>дополнительный признак ухудшения стандартов корпоративного управления и усиления присутствия государства в секторе</u> (сообщается, что Андрей Муров – это сын главы ФСО РФ).
<i>10 июля – Президентская комиссия по ТЭК обсуждает вопрос участия Роснефтегаза в интеграции электросетевого комплекса</i>		
Метрополь	=	<i>Перевод с английского</i> Мы <u>не ожидаем сколь-нибудь существенного влияния данного сообщения на</u>

		котировки, поскольку окончательных решений принято не было.
БКС	=	Несмотря на то, что планы по объединению Холдинга МРСК и ФСК, и использованию средств Роснефтегаза сохраняются, детали пока не известны, что означает <u>отсутствие оснований для принятия инвестиционных решений на основании обсуждаемых вариантов до утверждения конкретных решений.</u>

10 июля – ФСТ опубликовала информацию о долгосрочных параметрах RAB-регулирования ряда филиалов

JP Morgan	+	<p><i>Перевод с английского</i> ФСТ опубликовала регуляторные параметры для ряда МРСК. Снижение iRAB в среднем на 22% оказалось лучше наших ожиданий сокращения на 33%.</p> <ul style="list-style-type: none"> ● По нашим оценкам, база RAB снижена в среднем на 22%. ФСТ опубликовала регуляторные параметры для 31 филиала. Их суммарное значение iRAB составляет порядка 31% показателя Холдинга МРСК. В целом база была снижена на 22%, с 271 млрд руб. до 210 млрд. ● Возврат на старый капитал также был снижен. Норма возврата на старый капитал была установлена в диапазоне 1-11% для региональных сетевых компаний. Эффект «последней мили» учтен не был. ● Уровень ОРЕХ остался почти неизменным, в то время как X-фактор был увеличен в некоторых случаях до 3%, как и предполагалось ранее. ● Пересмотр базы RAB оказался незначительно лучше наших ожиданий, однако сохраняется риск перехода ряда регионов на долгосрочную индексацию. Мы ожидали, что показатель iRAB будет снижен на 33%. В то же время стоит отметить сохранение риска перехода на долгосрочную индексацию нескольких крупных филиалов Холдинга МРСК. Так, в случае, если Тюменьэнерго или Ленэнерго перейдут на индексацию, суммарные потери базы RAB холдинга будут существенно выше 22%. ● В соответствии с последним решением ФСТ пересмотр регуляторных параметров МРСК Северо-Запада, МРСК Юга и МРСК Урала полностью завершен. При этом для МРСК Северного Кавказа данный пересмотр завершен на 91%, МРСК Волги – на 74%, МРСК Центра – на 61%, МРСК Центра и Приволжья – на 44%. База RAB для МРСК Юга сформировалась на уровне 22,5 млрд руб., МРСК Северо-Запада – 23 млрд руб., МРСК Урала – 57 млрд руб. ● МРСК Юга и МРСК Северного Кавказа оказались относительными бенефициарами пересмотра регуляторных параметров, поскольку их база RAB осталась неизменной, в то время как наиболее «пострадавшей» в результате пересмотра стала МРСК Центра и Приволжья. При этом стоит отметить, что параметры RAB еще могут претерпеть изменения по мере появления ясности в отношении оставшихся филиалов. ● Мы рассматриваем публикацию RAB-параметров в качестве позитивной новости для сектора ввиду появления большей регуляторной ясности. Мы также отмечаем, что показатель EV/RAB Холдинга МРСК сохранится на уровне 42% в случае снижения базы RAB на 22% по итогам обнародования окончательных регуляторных параметров для всех регионов.
-----------	---	---

13 июля – Минэнерго предлагает в I квартале 2013 г. приватизировать одну из «дочек» Холдинга МРСК

Deutsche Bank	+	<p><i>Перевод с английского</i> Стоит отметить большую либеральность в тональности некоторых чиновников обновленного госаппарата. Так, глава Минэнерго А. Новак предложил приватизировать одну из «дочек» Холдинга МРСК в 1 кв. 2013 г. Мы считаем это важным событием, при этом особенно значимо то, что А. Новак определил четкие временные рамки начала приватизационных процессов. <u>Приватизация является катализатором для сектора МРСК, и запуск прозрачного, конкурентного процесса крайне необходим для переоценки стоимости компаний.</u> Мы также хотели бы напомнить, что приватизация, начатая при А. Чубайсе, изначально предполагала продажу лишь незначительной доли в ОГК-5, что впоследствии обернулось широкомасштабным процессом в секторе ОГК/ТГК. Таким образом, мы не исключаем возможности повторения данного события в случае, если государство примет решение об ослаблении контроля в секторе.</p>
Merrill Lynch	-	<p><i>Перевод с английского</i> По словам министра энергетики, одна из «дочек» Холдинга МРСК может быть</p>

		приватизирована в 1 кв. 2013 г., при этом государство предпочитает оставить денежные средства для финансирования модернизации в ДЗО, что, на наш взгляд, негативно для Холдинга МРСК.
UBS		<i>Перевод с английского</i> Мы полагаем, что нам еще предстоит увидеть, какой из двух энерголагерей (правительственный или президентский) будет принимать ключевые для сектора решения. В то же время важным фактом является то, что данное сообщение не похоже на намерение правительства разработать комплексный план приватизации, а скорее на инициативу приватизировать в качестве «пилотного» проекта через допризращение лишь одну компанию.
Альфа-банк	+/-	Мы считаем новость <u>позитивной для настроений вокруг МРСК в краткосрочной перспективе</u> . Рынок был скептически настроен в отношении возможности такой приватизации после сообщения о планах слияния ФСК ЕЭС и Холдинга МРСК. Напомним, что в начале 2012 г. Холдинг МРСК планировал в 4К12 приватизировать первую МРСК. <u>В более долгосрочной перспективе мы скептически относимся к данным планам</u> . Во-первых, государству, вероятно, будет трудно найти стратегического инвестора в сегменте МРСК, в частности, и в энергетическом секторе, в целом. Частые перемены правил игры подорвали веру инвесторов в данный сектор. Во-вторых, МРСК сейчас торгуются по заниженной цене (средний мультипликатор 0,42x EV/RAB), таким образом, с точки зрения правительства, приватизация данных компаний в краткосрочной перспективе не имеет смысла. В-третьих, мы негативно относимся к идее привлечения средств для капвложений посредством привлечения акций, а не долга, учитывая, что стоимость капитала МРСК значительно выше стоимости долга ввиду сохраняющейся неопределенности в отношении параметров RAB (будут прояснены к 1 ноября 2012 г.).
ВТБ Капитал	+	Нам представляется весьма важным, что вопрос приватизации МРСК все еще актуален, и, если мы увидим реальные шаги в данном направлении, сегмент распределительных компаний может получить явный импульс к росту. На данном этапе почти невозможно предугадать, на какую компанию падет выбор, но сделка (конечно, в зависимости от ее условий) <u>положительно скажется на всех региональных сетевых компаниях</u> . Среди компаний, которые могли бы в большей мере выиграть в данном конкретном случае, мы бы отметили «МРСК Центра и Приволжья» и «МРСК Центра» – наиболее перспективные среди региональных сетевых компаний; <u>мы по-прежнему полагаем, что этот сегмент обладает привлекательностью для инвесторов в компании малой капитализации</u> – особенно если «Роснефтегаз» начнет конкурировать с другими стратегическими инвесторами в процессе приватизации. Государству еще предстоит сформулировать политику в отношении крупных компаний с госучастием, таких как «РусГидро», «ФСК ЕЭС», «ИнтерРАО». Нам же остается только ждать. Прогнозные значения коэффициента РЕ на уровне 7–8х (консенсус согласно Bloomberg) и 9–10х («ВТБ Капитал») этих компаний подразумевают либо рост прибыли в расчете на акцию в следующие три года в среднем на 15–20% в год, либо выплату в виде дивидендов 50% чистой прибыли. Таким образом, как и ранее, инвестиционный потенциал акций этих компаний, на наш взгляд, невысок (за исключением возможной короткой позиции по «ФСК ЕЭС» после сильного роста в последнее время).
Атон	+/=	Мы считаем новость <u>благоприятной для распределительных компаний</u> , поскольку приватизация, на наш взгляд, главный катализатор роста МРСК. Однако мы <u>не ожидаем мгновенной сильной реакции рынка</u> , поскольку данный шаг должен еще получить одобрение самого главного лица – президента Владимира Путина.
Тройка Диалог	+	Если это предложение будет одобрено, это <u>будет хорошей новостью для МРСК</u> . Намерение начать приватизации уже в 1К13, т. е. очень скоро. Это также полностью совпадает с нашими ожиданиями – весной 2013 года. Важнее всего, чтобы процесс приватизации МРСК начался и состоялась первая успешная приватизация. Прозрачные и конкурентные аукционы необходимы для обеспечения максимально высокой цены продажи, и мы полагаем, что правительство постарается этого добиться. По нашему мнению, с большей вероятностью, в числе первых могут быть приватизированы МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги или МРСК Урала, а после них – МРСК Центра. Следует отметить, что МРСК Урала может нести в себе сопряженные риски в

		связи с трудностями ввода системы RAB в ее филиале Челябинскэнерго, так что мы отдаем предпочтение трем другим МРСК. По нашим расчетам, МРСК Волги – самая не дорогая по коэффициенту «стоимость предприятия / прогнозная RAB» в 0,31.
Открытие	=	<i>Перевод с английского</i> Данное предложение согласуется с нашей точкой зрения о том, что одним из возможных сценариев развития сетевого комплекса может стать приватизация МРСК после передачи Холдинга МРСК в управление ФСК. Тем не менее, мы <u>предпочитаем сохранять осторожный взгляд на сектор</u> , поскольку правительство постоянно меняет свои планы, не имея четкой стратегии его развития. В то же время мы <u>подтверждаем свое позитивное отношение к распресетям</u> ввиду их фундаментальной привлекательности и возможной приватизации.
Газпромбанк	=	Что касается приватизации одной из МРСК, то, на наш взгляд, <u>срок 1К13 выглядит оптимистично</u> , учитывая неопределенность с консолидацией и долгосрочным регулированием (осенью тарифы для сетей, вероятно, снова будут пересмотрены). Однако в случае, если начнется соответствующая подготовка, <u>можно было бы ожидать осторожного возвращения интереса к сектору электросетевых компаний</u> .
Метрополь	+	<i>Перевод с английского</i> На наш взгляд, кандидатом на приватизацию в данной ситуации может стать МРСК Волги – компания, которая демонстрирует среднюю прибыльность и в то же время не имеет особых проблем с последней милей. Мы полагаем, что данная новость будет <u>положительно воспринята инвесторами в сетевой секторе</u> .
Финам	+	<i>Перевод с английского</i> Мы полагаем, что прямая продажа правительственной доли стратегическому инвестору является более привлекательным способом приватизации для миноритарных акционеров МРСК, поскольку она предполагает выставление оферты, а также отсутствие рисков размытия долей. Учитывая, что МРСК предполагается приватизировать через допразмещение, оно должно <u>произоити с премией к рынку для некоторых компаний</u> , поскольку его цена не может быть ниже номинала. Такая ситуация, в частности, касается МРСК Юга (текущие котировки 0,05 руб. / номинал 0,1 руб.), МРСК Волги (текущие котировки 0,06 руб. / номинал 0,1 руб.), МРСК Северо-Запада (текущие котировки 0,08 руб. / номинал 0,1 руб.) и МРСК Сибири (текущие котировки 0,08 руб. / номинал 0,1 руб.).

13 июля – По словам А. Дворковича, правительство поддержало интеграцию ФСК и МРСК, но не на базе Роснефтегаза

Тройка Диалог	+	Хотя решение по структуре сделки (интеграции ФСК ЕЭС и Холдинга МРСК) и о возможном участии в этом Роснефтегаза будет принимать президент, <u>хорошо, что правительство заняло четкую позицию по этому вопросу уже сейчас</u> . Рынок нервозный и неоднозначно относится к возможному появлению Роснефтегаза в качестве ключевого акционера в ФСК ЕЭС, Холдинга МРСК, РусГидро и ИНТЕР РАО ЕЭС, так что, если этого не произойдет, <u>рынок воспримет это позитивно</u> , как мы полагаем. Переход на единую акцию или слияние ФСК ЕЭС и Холдинга МРСК все равно может состояться, и риск коэффициентов обмена сохранится. Сейчас доля акций ФСК ЕЭС и Холдинга МРСК в свободном обращении составляет в общей сложности в \$2,7 млрд, по нашим оценкам. Таким образом, если \$3 млрд пойдут на выкуп миноритариев, это подразумевает выкуп по цене приблизительно на 10% выше текущего рыночного уровня. Ранее Аркадий Дворкович также предполагал, что софинансирование Роснефтегазом конкретных проектов РусГидро и ИНТЕР РАО ЕЭС во многих случаях может быть более целесообразным, чем прямое участие в акционерном капитале этих компаний. Таким образом, правительство, похоже, не слишком одобряет планы Роснефтегаза. Каким образом получена оценка в \$700 млн, неясно, \$3 млрд – это значительная сумма, которая в перспективе может охладить пыл правительства в отношении консолидации.
Газпромбанк	=	До момента утверждения окончательной схемы консолидации ФСК и МРСК в секторе <u>остаётся высокая степень неопределенности</u> , поэтому мы <u>сохраняем нашу рекомендацию от 21 июня иметь «нейтральную» позицию</u> , покупая акции

		ФСК (которая, по нашему мнению, находится в более выгодном положении) и одновременно продавая акции Холдинга МРСК.
<i>16 июля – Холдинг МРСК и ФСК отменили внеочередные собрания акционеров для переизбрания советов директоров</i>		
UBS	=	<i>Перевод с английского</i> Мы полагаем, что данная новость <u>свидетельствует о существовании серьезных разногласий</u> между г-ном Сечиным, возглавившим недавно созданную президентскую комиссию по ТЭК, и правительством. Мы по-прежнему считаем, что слияние двух компаний является шагом назад на пути к реформе российской электроэнергетики. В то же время стоит отметить, что потенциальный выкуп у миноритариев, которые проголосуют против реорганизации, может оказать поддержку сегменту.
ВТБ Капитал	=	Решение ФСК и Холдинга МРСК отменить собрания акционеров, <u>вполне соответствует текущей ситуации</u> , т. е. связано с отсутствием ясной стратегии государства в отношении компаний, что явно видно из комментариев, сделанных высокопоставленными чиновниками в последние дни. Так, министр энергетики Александр Новак и вице-премьер Аркадий Дворкович заявили, что государство поддерживает идею совместной работы компаний, но до сих пор рассматривает три варианта дальнейшего развития событий – от сохранения нынешней схемы с договором на управление до перехода на единую акцию. Правительство обсудит окончательные предложения в сентябре–октябре и затем представит их на рассмотрение президентской комиссии.
<i>17 июля – Инвестпрограмма Холдинга МРСК на 2012-2017 гг. сокращена до 825 млрд руб.</i>		
ВТБ Капитал	-	Объем предлагаемой инвестпрограммы на 2012–2017 гг. на 45% выше наших прогнозов по капиталовложениям компании. <u>Если она будет одобрена, тогда по сценарию ограниченного роста тарифов, используемого в нашей модели, Холдинг МРСК должен дополнительно привлечь заемные средства на сумму 220 млрд руб.</u> В этом случае прогнозный коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» в 2013–2017 гг. будет в диапазоне 1.8–2.3х, тогда как ранее мы ожидали более «комфортного» уровня 1.4–1.8х. Помимо новых заимствований компания могла бы финансировать инвестпрограмму за счет дополнительного роста в 2013–2017 гг. сетевых тарифов в среднем на 3-4 пп ежегодно, что весьма маловероятно в нынешней ситуации. Наконец, часть дефицита можно покрыть путем прямой докапитализации в ходе потенциальной приватизации региональных сетевых компаний; как заявил на днях министр энергетики Александр Новак, министерство считает разумным приватизировать МРСК путем размещения доэмиссий, а вырученные средства направлять на финансирование инвестпрограмм. В целом, <u>если Холдинг МРСК станет реализовывать предлагаемую программу капиталовложений, его свободный денежный поток в 2013–2017 гг. будет отрицательным, при этом хороших дивидендов ожидать не стоит.</u>
Атон	+	На наш взгляд, сокращение инвестпрограммы является <u>адекватной реакцией в ответ на понижение тарифов со стороны регулятора</u> . Мы также считаем, что, поскольку долгосрочная регулируемая норма доходности на инвестиции (11%) ниже показателей WACC компаний, составляющих по нашим оценкам 15,5-20%, то любое сокращение капвложений <u>увеличит акционерную стоимость</u> . На наш взгляд, данная новость благоприятна для Холдинга МРСК.
БКС	=	Сокращение инвестпрограммы <u>отражает ожидания сохранения ограничений на тарифный рост</u> . В целом инвестиционная программа на 2012-2017 гг. была сокращена на RUB 216 млрд (28%). Ожидания рынка по CAPEX были скорректированы после объявления ограничений на рост тарифов на 2012 г., поэтому новая инвестпрограмма <u>не станет сюрпризом для участников рынка</u> . Мы отмечаем, что существующий регуляторный режим, при котором норма доходности на старый капитал (устанавливается на региональном уровне) ограничена снизу 1%, а норма доходности на новый капитал (инвестиционная программа) установлена в размере 11%, подразумевает снижение средневзвешенного показателя ROA компании при сокращении инвестиций. Кроме того, мы считаем, что новость подтверждает долгосрочный характер тарифных ограничений для сетевых компаний.
Тройка Диалог	+	Сводная инвестпрограмма Холдинга МРСК на 2012–2017 годы сокращена по сравнению с прежними планами, что <u>хорошо для компании</u> . Однако важно понять, как изменились планы капвложений по отдельным МРСК. Мы полагаем,

		<p>что инвестпрограммы МРСК Волги и МРСК Урала сокращены довольно существенно по сравнению с нашими текущими прогнозами, что хорошо для оценки этих компаний. Капвложения МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья не слишком изменились, инвестпрограмма МРСК Северо-Запада тоже сокращена, хотя не столь существенно, как по МРСК Волги и МРСК Урала. Ключевым катализатором роста для акций МРСК является “перезагрузка” системы RAB. Она уже началась, и среднее снижение RAB по 34 филиалам, которые уже охвачены перезагрузкой, составило 18%. Пока что около 40% всей RAB МРСК прошло перезагрузку. Мы ожидаем, что для оставшихся филиалов параметры RAB будут пересмотрены и утверждены до 1 ноября.</p>
Уралсиб	+	<p>Мы полагаем, что опубликованные цифры не окончательные и могут быть пересмотрены новым руководством Холдинга МРСК – контроль над холдингом вскоре будет передан ФСК ЕЭС. В конце июня глава ФСК Олег Бударгин предложил оставить инвестпрограммы ФСК и Холдинга МРСК на уровне 2011 г. Это означает, что объем запланированных для Холдинга МРСК капзатрат может быть снижен еще на 5–7% до 24–25 млрд долл.</p> <p>Умеренно позитивно. Снижение объема капзатрат МРСК Холдинга на 2012–2015 гг. на 30% мы рассматриваем как <u>позитивную новость</u>. Кроме того, мы считаем, что после назначения нового менеджмента долгосрочная программа инвестпрограмма компании <u>может быть снова пересмотрена в меньшую сторону и в результате стать еще ближе к нашему текущему прогнозу</u>. Тем не менее, свободной денежный поток холдинга, скорее всего, останется отрицательным до 2016 г. Мы подтверждаем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции Холдинга МРСК.</p>
Газпромбанк	=	<p>В своих расчетах мы исходили из более высокой оценки каппрограммы холдинга – порядка 967 млрд руб. в 2012-2017 гг. Таким образом, сокращение составляет 15% против наших прогнозов. Учитывая, что снижение объемов планируемых капиталовложений было ожидаемым и отражает существенное сокращение темпов роста тарифов для МРСК по сравнению с первоначальными планами, мы полагаем, что данная <u>новость в целом скорее нейтральна для котировок Холдинга МРСК и подконтрольных ему сетевых компаний</u>. Более актуальным, на наш взгляд, является прояснение ситуации со слиянием МРСК и ФСК, учитывая сохранение неопределенности с финальной схемой сделки и наличие рисков очередного пересмотра тарифов.</p>
Открытие	=	<p>Обнародованные цифры в целом соответствуют нашим допущениям (предлагаемая сумма капитальных затрат лишь на 6% превышает наши расчеты), а значит, <u>не повлияют на оценку стоимости эмитента</u>. В последнее время Министерство энергетики утвердило рассчитанные на длительные сроки инвестиционные программы ряда МРСК, хотя неопределенность в отношении вложений отдельных региональных дочерних структур (в частности Ленэнерго) сохраняется. Предлагаемая инвестиционная программа подтверждает низкую вероятность каких-либо неожиданностей в части капитальных затрат. Мы по-прежнему рекомендуем к покупке акции отдельных МРСК и Холдинга МРСК.</p>
ТКБ Капитал	+	<p>Мы оцениваем новость <u>позитивно для котировок Холдинга МРСК</u> ввиду радикального уменьшения объема инвестиций, что значительно повышает инвестиционную привлекательность компании с фундаментальной точки зрения, особенно на фоне ограничения роста тарифов ближайшие годы. С другой стороны, уменьшение объема инвестиций компаний Холдинга МРСК также снижает риски миноритарных акционеров в свете вероятных допэмиссий, средства от которых могут быть направлены на реализацию инвестиционной программы, ввиду уменьшения их возможного объема. Однако в среднесрочной перспективе основное влияние на котировки распределительных компаний, на наш взгляд, будет оказывать утверждаемая в настоящее время схема консолидации сетевого бизнеса. По нашим оценкам, практически любая из схем консолидации, рассматриваемая в настоящее время регуляторами, предполагает определенный позитив для акционеров Холдинга МРСК и его дочерних компаний. Мы ожидаем активизации покупок в бумагах распределительных компаний в среднесрочной перспективе. В настоящий момент наши рекомендации для распределительных компаний находятся на пересмотре.</p>
Сбербанк	+	<p>Компания существенно сократила свои инвестаппетиты, что, несомненно, <u>позитивный факт</u>, учитывая долговую нагрузку и ограничения в привлечении нового капитала. Данная новость <u>может локально поддержать котировки</u>. В то</p>

		же время стоит отметить, что доходы МРСК в значительной степени в текущей модели ценообразования рынка зависят от объема капвложений и ключевыми факторами, влияющими на акции Холдинга МРСК и его «дочек», остается вопрос тарифов, а также перспективы консолидации/поглощения ФСК или Роснефтегазом.
БФА	+	Мы считаем, что данная новость будет <u>позитивно воспринята инвесторами как минимум по двум причинам</u> . Во-первых, МРСК существенно снизили план затрат на инвестиции в основной капитал, что положительно отразится на будущих свободных денежных потоках. Во-вторых, принятие государством данной программы с указанием на RAB-тарификацию в качестве источника финансирования (помимо привычных заемных средств и вероятных доэмиссий), говорит о том, что власти не отказались от идеи окупаемости бизнеса сетей, и изменения регулирования будут сведены к адаптации параметров RAB, а не к отказу от этой системы как таковой.
<u>20 июля – По сообщению Ведомостей, экономический совет при президенте обсудит инициативу введения 4%-го лимита индексации тарифов</u>		
Deutsche Bank	=/-	<u>Перевод с английского</u> Мы полагаем, что подобное предложение в настоящий момент может <u>не получить поддержки</u> , однако оно является индикатором сохранения давления на естественные монополии и дальнейшего <u>ограничения темпов роста тарифов</u> .
ВТБ Капитал	=/-	На наш взгляд, введение 4%-ного лимита индексации тарифов представляет собой <u>излишне жесткую меру</u> , предполагающую более низкий уровень индексации по сравнению с ожидаемым нами уровнем инфляции в 6.2% в 2013 г. и 5.3% в 2014 г. Такой шаг значительно ухудшил бы экономические показатели электроэнергетического сектора, поэтому в качестве базового сценария мы склонны считать, что правительство отклонит предложенную инициативу. Однако заметим, что тон последних комментариев на тему тарифов естественных монополий в целом и тарифов на электроэнергию в частности, полностью согласуется с нашей инвестиционной стратегией в отношении этого сектора. Отрасль вступает в период ограниченного роста тарифов и выручки, и обеспечить сохранение стоимости предприятий предполагается за счет повышения эффективности капитальных и операционных расходов.
<u>20 июля – Правительство РФ может пересмотреть дивидендную политику электросетевых компаний в сторону увеличения выплат</u>		
Deutsche Bank	+/=	<u>Перевод с английского</u> Мы полагаем, что это <u>может быть позитивной новостью</u> ; в то же время стоит отметить, что высокие объемы инвестпрограмм сетевых компаний вкупе со сдерживанием темпов роста тарифов <u>не оставляют им особого поля для маневра в части дивидендных выплат в среднесрочной перспективе</u> .
Альфа-банк	=	Мы в целом благоприятно воспринимаем стремление государства повысить привлекательность сетевых компаний с помощью изменения их дивидендной политики. Однако мы не думаем, что благодаря данному предложению дивидендные выплаты значительно вырастут до того, как будут погашены масштабные обязательства по капвложениям сетевых компаний. Обширные инвестиционные программы и тарифные ограничения не позволят сетевым компаниям выйти на положительный СДП в течение следующих трех - пяти лет. Таким образом, мы считаем, что данное предложение, на данный момент, имеет <u>нейтральное влияние на акции энергетических компаний</u> , поскольку его реализация в текущих условиях выглядит маловероятной.
БКС	=	Власти отмечают, что скорректированная дивидендная политика должна повысить привлекательность инвестиций в секторе передачи и распределения электроэнергии, что, на наш взгляд, подразумевает увеличение дивидендных выплат.
Уралсиб	+	<u>Умеренно позитивно для сектора</u> . Мы приветствуем намерение правительства повысить инвестиционную привлекательность распределительного сектора. Однако мы считаем, что приватизация и повышение дивидендов возможны лишь в долгосрочной перспективе с учетом сложностей согласования с остальными госорганами. По нашему мнению, увеличение дивидендных выплат не сможет значительно улучшить отношение инвесторов к распределительному сектору. Рекомендуемые для госкомпаний дивидендные выплаты в размере 25% чистой прибыли предполагают

		дивидендную доходность для ФСК к 2015 г. на уровне 3,3%. Но если правительство решит продать ФСК по запланированной цене (0,5 руб./акция), предполагаемая дивидендная доходность составит лишь 1,3%.
Номос-банк	+	По данным Интерфакса, целью изменений является повышение инвестиционной привлекательности сетевого комплекса. Соответственно, речь идет об увеличении выплат акционерам. Как правило, дивидендную базу в сетевых компаниях формирует финансовый результат по РСБУ, скорректированный на расходы для формирования фондов под будущие инвестиции. Вознаграждение акционеров за прошлый год составляло 7-15% от чистой прибыли. Многие сетевые компании отказались от выплат в счет создания резервных и прочих фондов. Ужесточение тарифного регулирования должно бы привести к сокращению объемов выплат акционерам. В данной связи принятие решения о росте расходов в условиях дефицитов инвестиционных программ и экономии выглядит не совсем понятным. С другой стороны, желание правительства создать инвестиционную привлекательность сектора является <u>подтверждением ранее озвученных планов по приватизации компаний</u> . Скорее всего, в настоящее время речь идет о росте дивидендных выплат не у всех компаний, а только у подготавливаемых к продаже. В данной связи мы <u>воспринимаем последние инициативы как позитивные</u> .
Открытие	+/=	Такой вариант развития событий свидетельствует, по нашему мнению, об ослаблении роли компании Роснефтегаз в предполагаемой реорганизации отрасли. Озвученная задача повышения инвестиционной привлекательности сектора электроэнергетики может означать, что правительство всерьез задумывается о приватизации ряда МРСК. Пока было бы преждевременно делать выводы относительно вовлеченности в процесс Роснефтегаза, но мы считаем прозвучавшие сообщения <u>позитивными для сектора</u> . Впрочем, мы бы предпочли дождаться, пока в правительстве будет окончательно выработана стратегия развития отрасли. <u>Маловероятно, с нашей точки зрения, что новости окажут заметное воздействие на динамику котировок</u> , хотя мы по-прежнему рекомендуем к покупке акции Холдинга МРСК и ряда МРСК.
ТКБ Капитал	+	Мы оцениваем новость как <u>слабо позитивную для сетевого сектора</u> ввиду того, что исторически инвесторы в энергетике делали ставку на рост акционерной стоимости компании и улучшение инвестиционных перспектив сектора энергетики в целом, а не на дивидендную доходность отдельных бумаг. Кроме этого, даже если правительство обяжет сетевые компании выплачивать на дивиденды большую часть чистой прибыли, это решение, очевидно, может не иметь особого смысла при условии, что компании продолжат демонстрировать убытки ввиду жестких ограничений на рост тарифов.

24 июля – ФАС выступает за систему оценок в электроэнергетике – benchmarking

БКС	-	Замглавы ФАС Анатолий Голомолзин сообщил Интерфаксу, что считает переход на RAB «слишком смелым решением», поскольку не в полной мере работают механизмы контроля и синхронизации инвестиционных программ. Также он выступает за введение тарифного benchmarking, так как «необходимо обосновывать принимаемые решения на основе анализа рынка и на основе проработки программ долгосрочного развития». Несмотря на второстепенную роль ФАС в формировании тарифов, мы считаем данный комментарий <u>несколько негативным для всего сектора электроэнергетики</u> .
-----	---	---

24 июля – Минэкономразвития предлагает госмонополиям выплачивать 25% прибыли в качестве дивидендов

Альфа-банк	=	...В случае с остальными государственными компаниями нашего сектора, такими как РусГидро, ФСК ЕЭС, Холдинг МРСК и Интер РАО, при коэффициенте выплат 25%, дивидендная доходность составит от 1,5% до практически 10%. Однако мы считаем любое повышение дивидендных выплат энергетических компаний в течение следующих трех-пяти лет <u>маловероятным</u> , поскольку они обладают обширными обязательствами по инвестиционным программам, из-за их СДП в этот период будет отрицательным.
Газпромбанк	+	МСФО или РСБУ? Похоже, пока РСБУ... В вышедшей вчера информации не было отмечено, планируется ли рассчитывать дивиденды исходя из финансовых показателей госкомпаний по МСФО или по РСБУ, Судя по общему

		<p>контексту опубликованных данных, мы полагаем, что речь идет о расчете дивидендов на основе показателей по РСБУ, что даст возможность ряду компаний, в которых на головной компании консолидируется небольшая часть чистой прибыли, сохранить низкий размер дивидендов.</p> <p>С учетом дочек или нет? Похоже, пока нет... Вторым ключевым моментом является возможность расчета дивидендов госкомпаний с учетом части чистой прибыли их дочерних структур. В вышедшей вчера информации об этом ни слова, что, с нашей точки зрения, является негативным моментом, свидетельствующим о возможном переносе сроков ввода данной инициативы. Появление подробностей о ключевых параметрах законопроекта позволит уточнить наши оценки.</p> <p>Долгосрочная тенденция к увеличению дивидендов госкомпаний и движение в сторону перехода на дивиденды от консолидированной чистой прибыли сохраняются. Вместе с тем мы отмечаем долгосрочную тенденцию к увеличению уровня дивидендов госкомпаний. Официальное признание МСФО в России и обязательный переход с отчетности за 2012 г. на международные стандарты для крупных публичных компаний будут способствовать дальнейшему движению в сторону расчета дивидендов госкомпаний, исходя из консолидированной чистой прибыли по международным стандартам. Ранее о такой позиции заявлял Минфин, отмечая, что это будет возможным после расширения использования МСФО в России.</p> <p>Корректировка на переоценку активов снизит волатильность дивидендов. Корректировка размера дивидендов на величину переоценки активов, на наш взгляд, – шаг в правильном направлении, который позволит снизить степень волатильности дивидендов госкомпаний при значительных движениях на финансовых рынках.</p>
Номос-банк	=	<p>Идея расчета дивидендов от операционной прибыли может существенно увеличить базу, так как сохранится воздействие неоперационных и бумажных расходов. Так, в прошлом году в результате переоценок без дивидендов остались акционеры подавляющего большинства государственных энергохолдингов.</p> <p>Применяя новое предложение к прошлогодним результатам, акционеры РусГидро за 2011 г. получили бы около 0,15 руб. на акцию вместо 0,008 руб. Дивидендная доходность по бумагам гидрокомпании превысила бы 17%. Доходность дивидендов ФСК и Холдинга МРСК можно оценить на уровне 15% и 30% соответственно.</p> <p>Таким образом, принятие новых правил было бы <u>довольно позитивно воспринято рынком</u>. Холя мы считаем маловероятным их утверждение в среднесрочном периоде для компаний электроэнергетики, так как с ростом дивидендов возрастет и отток капитала из компаний, сильно нуждающихся в источниках финансирования инвестиционных программ.</p>
<p><u>31 июля – По сообщению Коммерсанта, правительство решает проблему перекрестного субсидирования и «последней мили» в распределях</u></p>		
Альфа-банк	=	<p>Мы рады инициативе правительства в отношении длительной проблемы перекрестного субсидирования и потребителей «последней мили», которая негативно отражается на инвестиционной привлекательности энергетического сектора. На данном этапе нам необходимо увидеть конкретные меры в отношении этого вопроса и то, как они будут осуществляться, прежде чем понять, как все это отразится на секторе и акциях компаний. С учетом сказанного, на сегодняшний день мы считаем новость <u>нейтральной для сектора</u>.</p>
ВТБ Капитал	=	<p>Соглашения «последней мили» (общий объем которых, согласно Ведомостям, составляет почти 58 млрд руб.) остаются одной из проблем МРСК (на них приходится почти 50% прогнозного показателя EBITDA Холдинга МРСК за 2012 г.) и требуют комплексного решения. Мы приветствуем инициативу <u>правительства ввести социальную норму</u>, поскольку это поможет частично уменьшить существующий дисбаланс в секторе электроэнергетики и перекрестное субсидирование между тарифами промышленных пользователей и домохозяйств. Эта мера может помочь снизить затраты на электроэнергию для промышленных пользователей, что, на наш взгляд, является одной из задач правительства; но ее влияние на рентабельность <u>распределительных компаний, скорее всего, будет от нейтрального до негативного</u>, поскольку эта мера может сопровождаться дополнительным давлением на тарифы</p>

		распределительных компаний.
Уралсиб	-	<p>Ясности в отношении компенсаций нет. С нашей точки зрения, планы по отмене «последней мили» <u>создают дополнительные риски для распределительных компаний.</u> Введение социальной нормы потребления и выделение региональных субсидий, на наш взгляд, не компенсируют снижения выручки в полной мере, а это означает, что отказ от «последней мили» в рамках предложенной схемы будет профинансирован в значительной степени за счет доходов МРСК. Недавно мы понизили нашу рекомендацию по акциям МРСК Урала до «держат» именно из-за отсутствия ясности с компенсацией.</p> <p>Умеренно негативная новость. Мы ожидаем, что отмена контрактов «последней мили» с 2015 г. <u>негативно отразится на финансовых показателях наиболее проблемных МРСК – МРСК Урала и МРСК Сибири, а неопределенность с компенсацией выпадающей выручки будет отрицательно воспринята рынком.</u></p>
UFS	+	<p>Несмотря на то, что решения как такового пока не предложено, и поиск его, судя по всему, ведется не на самой благодатной почве, мы оцениваем любые подвижки в решении проблемы «последней мили» <u>позитивно для МРСК</u> (и умеренно негативно для ФСК), в особенности для наиболее проблемных сетей, таких как МРСК Сибири. Однако инвесторы могут подождать до момента появления окончательного решения, поэтому реакция не будет выраженной.</p>
Ленмонтаж-строй	+	<p>Мы считаем, что данная новость является <u>позитивной для капитализации Холдинга МРСК и его проблемных дочерних компаний:</u> МРСК Сибири, МРСК Урала, где из-за отказа крупного бизнеса от услуг по передаче электроэнергии за счёт прямых договоров с ФСК по решению судов распределительные компании несли непокрываемые тарифами убытки.</p>