

**Открытое акционерное общество  
«МРСК Центра»**

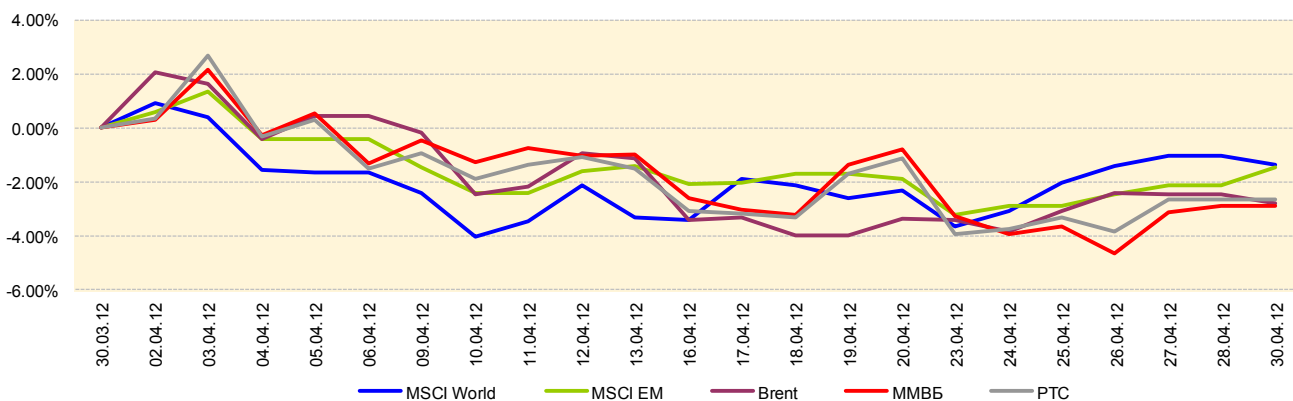


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»  
в апреле 2012 г.**

Москва, май 2012 г.

## Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций завершили апрель снижением: индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM потеряли 1,4% и 1,5% соответственно.



Главным негативным фактором для фондовых рынков стало возвращение европейских проблем – на этот раз в центре внимания инвесторов после завершения греческой долговой эпопеи оказалась Испания.

В начале месяца после появления информации о том, что общий объем госдолга страны в 2012 году может вырасти до 79,8% ВВП – максимума по крайней мере с 1978 года, аналитики Citi предположили, что Испании может потребоваться финансовая помощь ЕС и МВФ уже в этом году.

Немного позже ЕЦБ сообщил, что испанские банки привлекли в марте рекордные кредиты центробанка, а ЦБ Испании, в свою очередь, заявил, что доля проблемных кредитов в портфелях испанских банков выросла в феврале до максимального уровня с 1994 года. На этом фоне доходность 10-летних гособлигаций Испании приблизилась к 6%, а стоимость CDS обновила исторический максимум – рынки уверены, что Испания станет четвертой страной еврозоны, которой потребуется помощь.

Логичным завершением этого потока негатива стало снижение агентством S&P рейтинга Испании сразу на две ступени – до «BBB+» с «негативным» прогнозом из-за опасений, что стране придется увеличить финансовую помощь банкам.

Кроме того, все большее беспокойство экспертов вызывает состояние экономики Европы: в апреле о «технической» рецессии объявили Испания и Великобритания, Греция ухудшила прогноз падения ВВП в 2012 году до 5%.

Слабость европейской экономики в течение всего месяца подтверждалась выходившей статистикой: безработица в еврозоне в феврале выросла до максимума более чем за 14 лет, промпроизводство в феврале упало максимальными темпами с декабря 2009 года, сводный индекс менеджеров закупок в сфере услуг и производственном секторе в еврозоне в апреле снизился до минимальной отметки за 5 месяцев, а падение индекса производственной активности в Германии было максимальным с июля 2009 года.

Необходимо отметить, что поводом для разочарования инвесторов была не только европейская статистика. Помимо этого, давление на рынки оказали слабые данные по рынку труда США в марте – рост числа рабочих мест был в два раза ниже прогнозов и оказался минимальным за последние пять месяцев, темпы роста экономики Китая в первом квартале были худшими за последние три года, не оправдал ожиданий рост ВВП США в первом квартале.

От большего снижения фондовые рынки удержали хорошая квартальная отчетность и оптимизм МВФ и ФРС США в отношении мировой и американской экономик.

В США на конец апреля отчитались более 60% компаний, входящих в состав индекса S&P500, при этом прибыль 75% компаний превзошла ожидания аналитиков. В целом сопоставимая картина наблюдается и в Европе.

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

В новом обзоре мировой экономики World Economic Outlook МВФ впервые более чем за год повысил прогнозы по темпам роста мирового ВВП. Согласно документу, темпы роста мировой экономики в 2012 году составят 3,5% вместо ожидавшихся в январе 3,3%, в 2013 году – 4,1% против январских 4,0%.

Американский ЦБ поднял макроэкономические прогнозы на 2012 год, чтобы отразить улучшение экономической ситуации в последние месяцы – ожидается, что ВВП вырастет на 2,4-2,9%, безработица составит 7,8-8%, тогда как в январе эти показатели прогнозировались на уровнях 2,2-2,7% и 8,2-8,5% соответственно.

Кроме того, позитивом для рынков стала информация об увеличении ресурсов МВФ, которые могут быть направлены на борьбу с европейским кризисом – по итогам финансового саммита G20 страны «двадцатки» договорились увеличить ресурсы МВФ на \$430 млрд для предотвращения и урегулирования кризисных ситуаций.

Динамика российского рынка, завершившего апрель снижением на 2,9% по индексу ММВБ, как и в марте, выглядела хуже динамики индексов MSCI World и MSCI EM.

Давление на российский рынок, в том числе, оказало снижение стоимости нефти, после «конструктивных», по мнению сторон, переговоров стран «шестерки» и Ирана по иранской ядерной проблеме. Пессимистичные ожидания по краткосрочной динамике нефти стали основанием для снижения Morgan Stanley рейтинга акций российских компаний с «выше рынка» до «нейтрально».

Собственный новостной фон, носивший в апреле преимущественно негативный характер, не смог поддержать наш рынок.

По оценкам ЦБ РФ, чистый отток капитала в первом квартале 2012 года составил \$35,1 млрд – это уже 43% от пересмотренного с \$84,2 до \$80,5 млрд оттока по итогам всего 2011 года. При этом, по данным Банка России, отток капитала из страны в апреле продолжился, но несколько меньшими темпами, чем в среднем по I кварталу.

Минэкономразвития понизило прогноз по темпам роста ВВП в 2012 году с 3,7% до 3,4%, притом что прогноз по среднегодовой стоимости нефти Urals был повышен сразу на 15% – до \$115 за баррель. Одним из главных факторов этого пересмотра глава министерства назвала снижение прогноза по темпам роста инвестиций.

Ожидания МЭР оказались хуже консенсуса Bloomberg и прогноза МВФ, который в уже упоминавшемся обзоре World Economic Outlook существенно, наиболее значительно из крупных экономик, повысил ожидания по темпам роста ВВП РФ в 2012 году – с 3,3% (январский прогноз) до 4%.

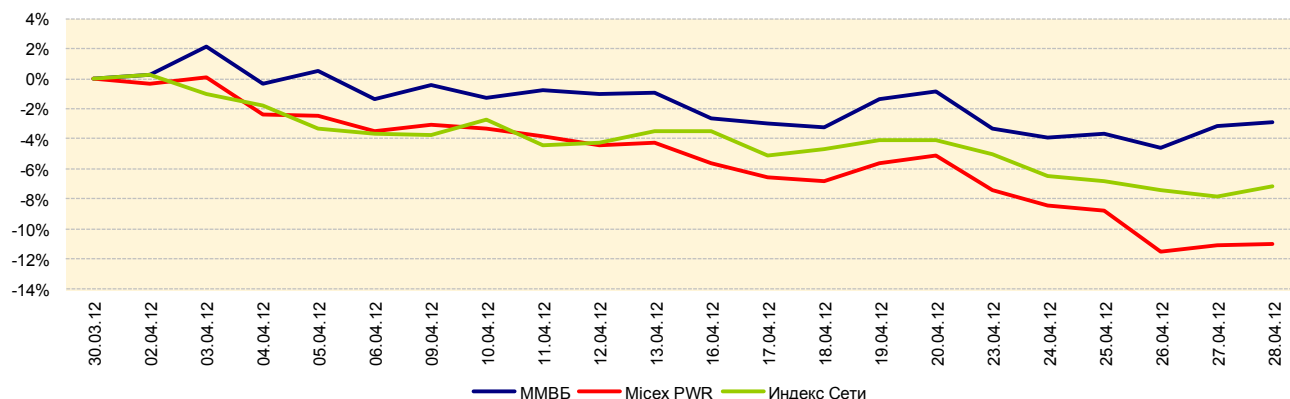
Не лучшим образом выглядели данные Росстата, публиковавшиеся в апреле:

- рост промпроизводства в марте составил 2% в сравнении с мартом 2011 года, тогда как аналитики ожидали подъема на 5,4%;
- инвестиции в основной капитал в марте увеличились на 4,9% по сравнению с мартом 2011 года – значительно ниже оценок экономистов, которые ожидали роста на 11,6%;
- темпы роста в годовом выражении выпуска продукции и услуг по базовым видам экономической деятельности – 3% в марте – были минимальными с ноября 2009 года.

Среди позитивных для нашего рынка факторов можно отметить информацию газеты Ведомости о согласовании ведомствами проекта распоряжения правительства, обязывающего госкомпании и их «дочек» отдавать не менее 25% прибыли на дивиденды, и согласованный правительством законопроект о внесении изменений в закон о бюджете на 2012 год, согласно которому дефицит бюджета составит 0,1% вместо 1,5% ВВП, прогнозировавшихся ранее.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали существенно худшую в сравнении с рынком в целом динамику: индекс МисехPWR по итогам месяца снизился на 11,0%, тогда как индекс ММВБ потерял 2,9%.



Источник: ММВБ, РТС, расчеты ДКТ

Более половины потерь отраслевой индикатор МисехPWR понес в третьей декаде месяца, когда акции компаний электроэнергетики находились под давлением заявления премьер-министра о необходимости продолжения политики сдерживания тарифов «так называемых естественных монополий, инфраструктурных монополий и компаний с госучастием». На этом фоне акции компаний с госучастием – Холдинг МРСК, ФСК и Интер РАО – обеспечили более половины апрельского падения отраслевого МисехPWR.

В целом аналитики отмечают высокую степень неопределенности, сложившуюся в секторе накануне формирования нового правительства. По мнению экспертов Альфа-банка, рынок будет с осторожностью подходить к инвестициям в российские энергокомпании до назначения ключевых для сектора чиновников – профильного вице-преьера, министров энергетики и экономического развития, главы ФСТ. Эту точку зрения разделяют и в Unicredit, аналитики которого полагают, что широкий спектр вопросов – от тарифов до одобрения сделок M&A – будет решен только после утверждения состава нового кабинета. В Атоне считают, что доминирующей темой для сектора в настоящее время является замедление или даже замораживание нормативных решений – чиновники предпочитают дождаться назначения лиц, ответственных за политику государства в электроэнергетической отрасли.

Оценки аналитиками неоднозначного новостного фона по сектору, носившие разнополярный характер, только подтверждали высокую степень неопределенности в отрасли.

### Учет в ДПМ прибыли, зарабатываемой на РСВ

По информации РБК Daily, в ближайшее время правительство должно утвердить методику определения прибыли, которую генераторы смогут заработать на рынке электроэнергии, вводя новые станции в рамках ДПМ. Отраслевые эксперты пока достаточно скептически относятся к нововведениям регулятора.

В частности, аналитики фонда стратегического развития энергетики Форсайт полагают, что основным недостатком модели, предложенной Минэнерго, является ее базирование на допущении пропорционального роста цен на газ и электричество, в то время как, полагают в Форсайте, в реальности цены на РСВ ощутимо отстают. В результате, по расчетам экспертов, компании, строящие в рамках ДПМ парогазовые установки в первой ценовой зоне, по этой модели лишатся 27-68 млрд руб.

Аналогичной точки зрения придерживаются в Deutsche Bank, где также считают, что связь между динамикой цен на газ и ценами на РСВ в последнее время становится не столь очевидной. По мнению экспертов, методика Минэнерго может завышать оценки будущих спотовых цен на электроэнергию и повлечь за собой существенные потери по ООО «Депозитарные и корпоративные технологии», май 2012 г.

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

оплате проектов в рамках ДПМ, что, в свою очередь, может существенно повлиять на прогнозы банка.

Вместе с тем, в ВТБ Капитале полагают, что правительство делает правильный шаг, и все зависит от применения методики расчета коэффициента РСВ – *«показатели определяются на перспективу, но власти должны оставить возможность корректировки по результатам фактического выполнения прогнозов»*.

Против такого подхода не возражают и в Минэнерго. *«Нужно учитывать, что методика не является догмой, и при появлении новых ценовых сигналов ее параметры могут быть пересмотрены»*, - цитирует РБК Daily представителя ведомства.

#### Отраслевая статистика

В начале месяца Системный оператор сообщил о росте потребления электроэнергии в первом квартале на 2,7% по сравнению с аналогичным периодом 2011 года, при этом в марте этот показатель год-к-году увеличился на 1,4%.

Эксперты Альфа-банка, констатировав, что эта статистика выглядит позитивно для сектора, все же отметили, что *«выдающиеся темпы роста в феврале были вызваны скорее разовыми погодными факторами, а не ростом промпроизводства»*.

В свою очередь, аналитики Атона, обратив внимание на скромные темпы роста спроса в марте, отставшие от динамики потребления в первые два месяца 2012 года, считают, что данная новость умеренно негативна для российских энергетических компаний.

Наконец, в Тройке Диалог полагают, что рост потребления электроэнергии в первом квартале должен быть благоприятным для генерирующих компаний. В то же время эксперты придают большее значение динамике цен на электроэнергию. *«Заявленная средняя цена электроэнергии для ценовой зоны Европы и Урала в 1К12 была на 16% ниже нашего прогноза на весь год, что подразумевает риск снижения наших оценок генерирующих компаний»*, - говорится в обзоре.

#### Перспективы отрасли до 2030 года

В первой половине месяца Интерфакс опубликовал информацию о перспективах отрасли в рамках представленного МЭР прогноза развития экономики РФ до 2030 года.

Инновационный сценарий предполагает, что средние цены на электроэнергию для всех категорий потребителей на розничном рынке за период 2015-2030 гг. достигнут 15-15,5 центов за кВт·ч против 9,5-10 центов за кВт·ч в 2014-2015 году. По расчетам МЭР, средняя цена электричества в 2011 г. составляла 7,3 цента. Тарифы для населения будут доведены до уровня цен для промышленных потребителей к 2024-2025 году, а к 2030 году превысят их в 1,15 раза.

По консервативному сценарию средние цены на электроэнергию для всех категорий потребителей на розничном рынке к 2030 году составят 16,5-17 центов за кВт·ч. Тарифы на электрическую энергию для населения будут доведены до уровня цен для промышленных потребителей к 2022-2023 гг., при этом к 2030 году тарифы на электроэнергию для населения будут незначительно превышать цены для промышленных потребителей, на 8-10%.

Кроме того, Интерфакс сообщил, что государство может продолжить политику сдерживания конечных цен на электроэнергию, в том числе и за счет ряда мер, уже реализованных в 2010-2011 гг.

Среди этих мер замглавы Минэкономразвития А. Клепач, комментировавший новый прогноз социально-экономического развития РФ до 2030 года, в частности, назвал осуществление оплаты мощности новых АЭС и ГЭС на основе предельных капитальных затрат с исключением целевых инвестиционных средств.

Кроме того, по словам А. Клепача, государство намерено ужесточить контроль за финансированием инвестпрограмм в сетевом хозяйстве и может реализовать меры,

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

направленные на снижение дополнительных доходов сбытовых компаний за счет создания прозрачных правил розничного рынка электроэнергии.

### Розничный рынок

В середине апреля Минэнерго внесло в правительство очередной проект правил функционирования розничного рынка, целевая модель которого должна была заработать с 1 января 2011 года, однако до сих пор разработчики проекта и заинтересованные стороны не могут договориться о ее финальной версии. По сообщению Ведомостей, правительственная комиссия по вопросам развития электроэнергетики утвердила этот проект, при этом издание обратило внимание на два момента. Во-первых, новый проект предусматривает отказ от проведения конкурсов на присвоение статуса гарантирующего поставщика. Лишиться его теперь можно лишь в случае ликвидации, банкротства, отказа от статуса, исключения из реестра участников ОРЭ или нарушения антимонопольного законодательства.

Во-вторых, правительственной комиссией была одобрена новая модель платежной системы на розничном рынке, которая предполагает создание расчетного центра на базе нескольких банков, куда будет поступать оплата от потребителей энергии и откуда будут производиться расчеты участниками рынка. Движение средств будет контролировать Совет рынка. Основная цель изменений – добиться прозрачности расчетов, сократить неплатежи и исключить нецелевое расходование средств.

Эксперты и участники энергорынка негативно оценили обе инициативы. Так, по мнению председателя НП «Сообщество покупателей электроэнергии» Д. Говорова, *«статус ГП должен иметь срочный характер, и должно быть время, когда поставщик подтверждает свой статус»*.

В свою очередь, представители НП «Гарантирующих поставщиков и сбытовых компаний» считают, что лишение статуса гарантирующего поставщика за нарушение антимонопольного законодательства несправедливо, ведь такие проступки караются ФАС, а модель расчетного центра не устраняет причин неплатежей и не создает стимулов для 100%-ного выполнения обязательств.

Наконец, директор НП «Сообщество производителей энергии» И. Миронов полагает, что изменения модели расчетов ставят вопрос о необходимости существования сбытовых компаний как отдельных участников рынка.

### Слияние энергоактивов Газпрома и КЭС-Холдинга

По сообщению газеты Ведомости, слияние Газпром энергохолдинга и КЭС-холдинга больше не рассматривается – стороны не смогли договориться о параметрах объединения, и сделка была отменена. Еще одной причиной срыва сделки директор Фонда энергетического развития С. Пикин считает неопределенности правил энергорынка, которые в принципе делают неинтересными для Газпрома российские энергокомпании – и теперь амбиции Газпрома направлены на зарубежные активы.

Как отметили в Альфа-банке, данная сделка беспокоила не только инвесторов и участников рынка, но и антимонопольные службы. *«Поскольку слияние угрожало сохранению нормального уровня конкуренции на российском рынке электроэнергии (на долю объединенной компании пришлось бы четверть генерирующих мощностей страны), мы считаем, что данная новость принесет облегчение инвесторам, поскольку сделка больше не угрожает рынку мощности»*, - говорится в обзоре банка.

## Рынок акций распределительных компаний

Динамика акций распределительных компаний в целом выглядела немногим лучше динамики отраслевого МисехPWR – индекс Сети потерял 7,1%, тогда как МисехPWR снизился на 11,0%.

Помимо общего негатива, связанного с заявлениями премьера о необходимости продолжения политики сдерживания тарифов, дополнительное давление на распределительный сегмент в середине месяца оказал перенос сроков принятия тарифных решений, в конце же месяца негативом стала информация об отмене RAB-регулирования в ряде регионов страны. При этом публиковавшаяся в апреле отчетность за 2011 год не смогла повлиять на настроения участников рынка.

### Тарифные решения

Давление на сектор по-прежнему оказывает неопределенность с тарифными решениями. По информации РБК Daily со ссылкой на подписанное 27 марта, но опубликованное лишь почти месяц спустя постановление правительства РФ, срок принятия решений о пересмотре с 1 июля тарифов на передачу электроэнергии по сетям и параметров регулирования сетевых компаний перенесен с 1 апреля на 1 июня.

Как отметили аналитики Unicredit, прекратившие «покрытие» всех МРСК, за исключением Холдинга МРСК, рынки чрезмерно оптимистично оценивают перспективы «перезагрузки» RAB – несмотря на то, что возврат на «новый» капитал составит 12%, региональные власти получают возможность установления возврата на «старый» капитал на уровне 1%, что предполагает снижение возврата на RAB ниже уровня WACC. Кроме того, с целью сдерживания темпов роста тарифа, полагают эксперты, с большой долей вероятности будет использовано урезание инвестпрограмм распределительных компаний на 10-30% к обнародованным в прошлом году объемам. При этом аналитики выразили уверенность, что использование данных мер ограничивает риски снижения базы RAB, хотя и не избавляет от них вовсе.

Эти ожидания отчасти нашли свое подтверждение в ходе Дня энергетика – встречи экспертов Атона с представителями ФСТ и компаний сектора, в том числе МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья и МОЭСК.

Как сообщили аналитики в записке по итогам встречи, в то время как тариф для Ленэнерго в связи с тяжелым финансовым положением компании может быть установлен ФСТ на уровне, превышающем инфляцию, для Тюменьэнерго и филиалов МРСК Сибири, напротив, рассматривается возможность перехода на индексацию.

Позднее, 26 апреля, Интерфакс сообщил о том, что Челябинская область отменила RAB-регулирование для Челябэнерго во избежание роста тарифов на электроэнергию в 2012 г. Теперь этот филиал МРСК Урала, как сообщил глава тарифного ведомства области, *«переведен на долгосрочную индексацию тарифов с сохранением минимального уровня инвестиций»*. Днем позже издание РБК Daily сообщило, что ФСТ предложила перевести 16 из 69 РСК на долгосрочную индексацию тарифов вместо введения системы тарифообразования RAB, как планировалось ранее. Кроме этого, для оставшихся компаний база капитала может быть значительно снижена, в среднем на 30%.

Отраслевые аналитики однозначно негативно прокомментировали эти новации регулятора. Вместе с тем ряд экспертов предположил, что дискуссия по этому вопросу еще не завершена и окончательные тарифные решения могут быть более благоприятными, чем предложенные ФСТ.

Поводом для надежд стала информация РБК Daily со ссылкой на источник в Холдинге МРСК, что компания не согласна с предложениями ФСТ и будет бороться за сохранение RAB в каждом регионе. По данным издания, председатель совета директоров холдинга Г. Боос направил письмо вице-премьеру И.Шувалову с просьбой

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

сохранить RAB во всех регионах, где он уже действует, и вице-премьер уже поддержал эти предложения.

Если все же предложения ФСТ будут одобрены, то, как полагают эксперты, в какой-то степени нивелировать негатив этих решений может существенное сокращение инвестиционных программ РСК, перешедших на индексацию тарифов – это предусматривается самой методикой этого варианта тарифообразования. Например, в Челябинэнерго инвестпрограмма в 2012 году будет сокращена более чем на 50%, а в 2012-2015 гг. – почти в три раза.

### Отчетность МРСК

В центре внимания отраслевых экспертов в апреле оказалось и начало сезона годовой отчетности МРСК по МСФО.

Аналитики, комментарии которых по представленным отчетам выглядели разнополярно, тем не менее, давали нейтральную оценку их влияния на котировки компаний, отмечая, что в настоящее время все внимание инвесторов сосредоточено на предстоящей «перезагрузке» RAB-регулирования и утверждении соответствующих долгосрочных параметров. Об этом, в частности, говорили эксперты Альфа-банка, по мнению которых, «финансовые показатели МРСК 2011 мало влияют на оценку данных компаний в свете пересмотра основных параметров RAB».

### Прочие новости и комментарии

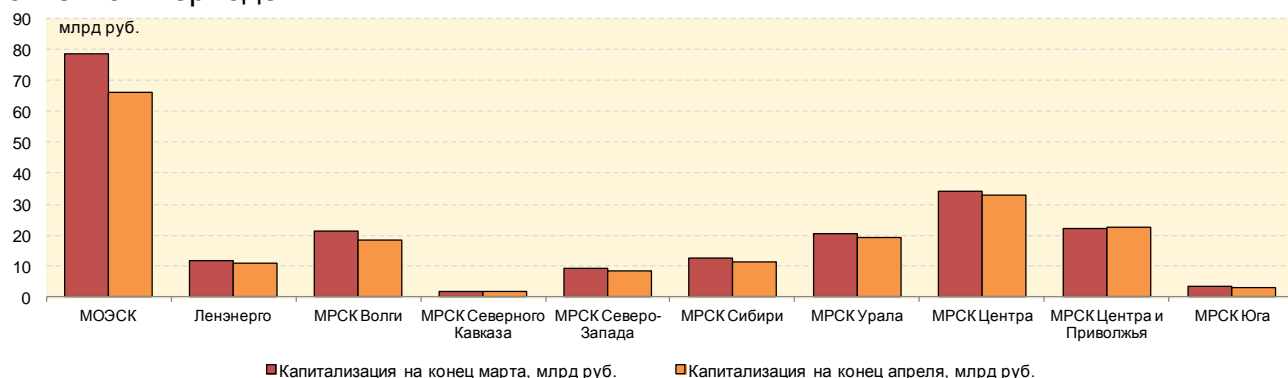
Во-первых, аналитики обратили внимание на оценку акций Кубаньэнерго и Томской РК в рамках сделки Роснефти с Холдингом МРСК. Большинство комментариев было адресовано холдингу, однако в Тройке Диалог полагают, что стоимость пакетов акций РСК на уровне 0,84x по мультипликатору EV/RAB – в два раза выше текущего среднего значения – может стать индикативным уровнем для приватизации МРСК.

Во-вторых, Минфин РФ предложил с 2013 года отменить льготу по налогу на имущество организаций в отношении линий электропередачи и установить ставку налога на уровне 0,4%, доведя ее к 2019 году до 2,2%. Такие предложения содержит проект основных направлений налоговой политики РФ на 2013-2015 годы.

Как отметили аналитики Deutsche Bank, обсудившие данные изменения с менеджментом Холдинга МРСК, оценившим стоимость нововведений в 5 млрд руб. в 2012 году и 10 млрд руб. – в 2013, эти суммы будут включены в тариф, однако в условиях сдерживания его роста регулятор, вероятно, будет вынужден потребовать сокращения подконтрольных затрат компании.

Наконец, по сообщению Интерфакса со ссылкой на главу ФАС, ведомство планирует в течение месяца завершить комплексную проверку МОЭСК, по итогам которой будет в судебном порядке добиваться увольнения гендиректора компании, если все нарушения не будут устранены.

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



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ



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

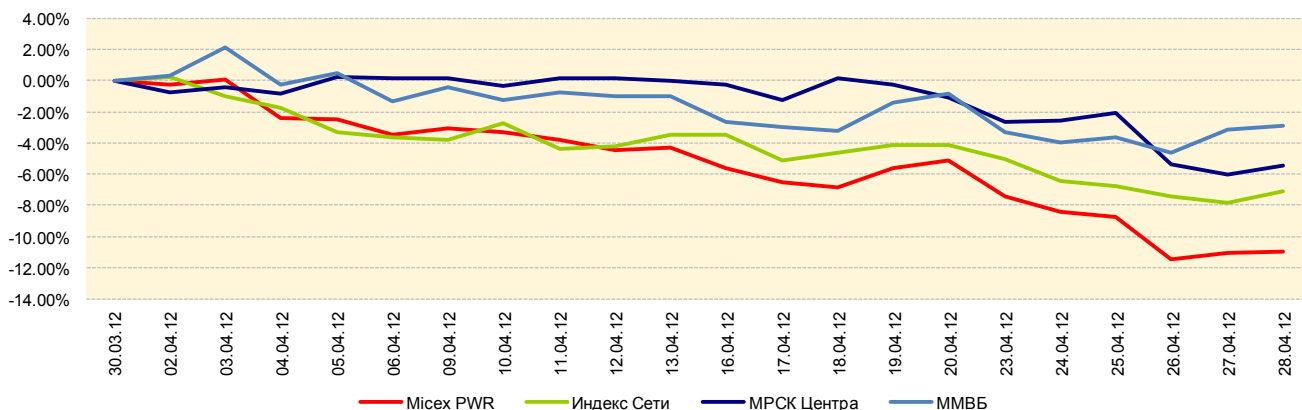
По итогам апреля акции МРСК демонстрировали преимущественно негативную динамику. В лидерах снижения – МОЭСК и МРСК Волги, потерявшие 15,9% и 14,2% соответственно.

Значения капитализации МРСК на конец марта и апреля 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 30.03.12	на 28.04.12	
МОЭСК	78,6	66,1	-15,9%
Ленэнерго	11,8	11,0	-7,2%
МРСК Волги	21,2	18,2	-14,2%
МРСК Северного Кавказа	1,8	1,6	-8,6%
МРСК Северо-Запада	9,2	8,5	-7,2%
МРСК Сибири	12,5	11,3	-9,4%
МРСК Урала	20,3	19,2	-5,6%
МРСК Центра	34,3	32,9	-4,0%
МРСК Центра и Приволжья	22,0	22,4	1,7%
МРСК Юга	3,3	3,3	-2,0%

### Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением котировок на 5,5% по ценам последних сделок на ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, уменьшился на 7,1%.



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

На протяжении всего месяца акции компании смотрелись лучше рынка электроэнергетики и индекса Сети, и в целом сопоставимо с индикатором широкого рынка – индексом ММВБ.

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	1 710	80 036 000	64,7

На объединенной площадке ММВБ-РТС в основном режиме торгов оборот по акциям МРСК Центра составил около 80 млн шт. или 0,19% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам компании в апреле по сравнению с предыдущим месяцем снизился в 3,6 раза, количество сделок уменьшилось в 3 раза по сравнению с мартом. Среднедневной объем торгов составил около 3,8 млн шт., тогда как в прошлом месяце данный показатель находился на уровне 13,6 млн шт.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> снизился с 0,51% до 0,35%. Максимальный спрэд за период достигал 1,45% (24 апреля), а минимальное значение спрэда составило 0,01%.

Основной новостью компании в апреле стала публикация результатов по МСФО за 2011 год. Ниже представлены комментарии аналитиков по отчетности, а также по другим новостям сектора – по предложению Правительства новой схемы расчетов на розничных рынках, отмене RAB-регулирования Челябинэнерго и вероятной отмене в других РСК.

11 апреля – МРСК Центра представила результаты по МСФО за 2011 г.

Выручка компании выросла на 13,9% и составила 69,0 млрд руб. Операционная прибыль достигла 8,9 млрд руб., что на 12,7% выше аналогичного показателя отчетного периода прошлого года. Прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА) составила 14,8 млрд руб. — это на 19,4% выше показателя за 2010 год. Чистая прибыль возросла на 7,8%, а сам показатель достиг уровня 5,5 млрд руб.

БКС	+	Результаты за 2011 г. подтверждают наш позитивный взгляд на компанию. Мы считаем, что несмотря на тарифные ограничения, МРСК Центра останется лидером сектора по показателю EBITDA margin в 2012 г. благодаря низкой доле неподконтрольных расходов и программе сокращения расходов. Мы
-----	---	---

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

		подтверждаем нашу целевую цену и рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям компании.
Атон	+	Скорректированная чистая прибыль выросла на 22% в годовом сопоставлении до 6,0 млрд руб., превысив как нашу оценку, так и консенсус-прогноз рынка соответственно на 63% и 22%. Переход на метод RAB регулирования всех филиалов компании с 1 января 2011 г. является основным фактором роста прибыли. На наш взгляд, отчетность <u>благоприятна для акций МРСК Центра</u> , и мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПКА.
Открытие	=	<i>(перевод с английского)</i> Мы рассматриваем результаты как нейтральные, несмотря на то что они оказались чуть выше консенсус-прогноза и немного ниже нашего прогноза. Мы считаем, что в фокусе рынка – предстоящий пересмотр RAB и тарифов МРСК Центра на ближайшие 3 года. Таким образом, мы считаем, что в отсутствие ясности по RAB параметрам или тарифам рынок вряд ли отреагирует на публикацию финансовых показателей компании за 2011 год.
ТКБ Капитал	=	Мы <u>оцениваем результаты отчетности МРСК Центра по МСФО за 2011 год как нейтральные</u> по причине того, что в настоящее время все внимание инвесторов сосредоточено на утверждении новых долгосрочных параметров регулирования (перезагрузка RAB), и в этой связи финансовые результаты компании вряд ли окажут значительное влияние на котировки из-за неопределенности вокруг базы активов и инвестиционной программы компании. В настоящее время наша рекомендация для акций МРСК Центра находится на пересмотре.
Грандис Капитал	+/=	Отчетность МРСК Центр <u>оцениваем как умеренно позитивную</u> . Практически компания не добилась значимых успехов в росте финансовых показателей, в отличие, например, от МРСК Центра и Поволжья и МРСК Северо-Запада, которые недавно отчитались за 2011 по МСФО.
БФА	+/=	Результаты деятельности за 2011г. мы <u>оцениваем как умеренно-позитивные</u> и считаем МРСК Центра одной из лучших компаний сетевого комплекса.

25 апреля – Правительство предложило новую схему расчетов на розничных рынках электроэнергии

Альфа-банк	+	По сообщению различных источников СМИ, регуляторы сейчас обсуждают новую структуру расчетов на розничном рынке электроэнергии. Если ранее сбытовые компании получали деньги от конечных потребителей (главным образом, домохозяйств и малых промышленных объектов) и представляли счета за отпущенную электроэнергию, то теперь предлагается, чтобы данная функция была передана ряду банков. Специальный орган, «Регистратор», дочернее подразделение Совета рынка, будет следить за платежной дисциплиной и расчетами между различными участниками рынка электроэнергии, включая генерирующие, сетевые и сбытовые компании. Мы считаем, что новая схема несет значительные риски для деятельности сбытовых компаний, основной функцией которых является сбор платежей. Теперь данные компании будут лишены этой функции. Поэтому мы рассматриваем данную новость как НЕГАТИВНУЮ для Интер РАО, которая является основной публичной компанией на розничных рынках, контролирующей нескольких региональных сбытовых операторов. В то же время, если новая схема расчетов позволит улучшить платежную дисциплину розничных потребителей, что является основной ее задачей, <u>данное изменение ПОЗИТИВНО скажется на МРСК</u> , которые в первую очередь страдают от неудовлетворительной платежной дисциплины сбытовых компаний, их основных клиентов
------------	---	--

26 апреля – Челябинская область отменила RAB-регулирование Челябэнерго

JPMorgan	-	<i>(перевод с английского)</i> Решение об отмене RAB регулирования еще не принято окончательно. Мы считаем, что местный регулирующий орган должен получить одобрение ФСТ для перехода компании от RAB к индексации тарифов. Однако ФСТ может поддержать худший сценарий. <u>Мы расцениваем данную новость как негативную для развития сегмента МРСК</u> . Мы ожидали некоторых изменений в RAB-регулировании ранее. Однако переход на метод индексации является худшим сценарием, чем сокращение параметров RAB. На наш взгляд, не исключены дополнительные задержки в
----------	---	--

		утверждении окончательных параметров тарифной политики.
Уралсиб	=/-	<p>Возвращение к системе тарифного регулирования «затраты плюс». Челябинская область отменила RAB-регулирование для местных распределительных компаний, сообщил Интерфакс. По словам председателя госкомитета «Единый тарифный орган Челябинской области» (ЕТО) Сергея Образцова, одна из дочерних компаний МРСК Урала, Челябэнерго, будет переведена с метода доходности инвестированного капитала на долгосрочную индексацию тарифов. Инвестиционная программа Челябэнерго на 2012-2015 гг. будет сокращена на 66% от объема, первоначально запланированного по RAB-методу. В результате введения новой системы тарифного регулирования тарифы на распределение электроэнергии в Челябинской области во 2 п/г 2012 г. возрастут всего на 8,8%.</p> <p>По нашей оценке, активы Челябэнерго составляют 23% от IRAB МРСК Урала. Наша финансовая модель по МРСК Урала предполагает чуть меньшее снижение IRAB – на 20%. В целом по сектору мы оцениваем сокращение IRAB на 16%. В МРСК придерживаются более оптимистических прогнозов пересмотра системы RAB: МРСК Центра и Приволжья и МОЭСК не ожидают каких-либо изменений IRAB, тогда как в МРСК Центра считают, что сокращение IRAB составит менее 10%.</p> <p><u>Умеренно негативная новость.</u> Мы считаем, что система RAB-регулирования по-прежнему является основным фактором роста котировок распределительных компаний. Таким образом, первый случай отмены системы RAB- регулирования в Челябинске может оказать давление на котировки всех энергораспределительных компаний. Однако негативный эффект от снижения тарифов может быть заметно смягчен соответствующим уменьшением капзатрат.</p>
Тройка Диалог	-	<p>Первоначальная база регулируемого капитала Челябэнерго составляла примерно 26% совокупной iRAB МРСК Урала, поэтому мы считаем новость <u>негативной для компании.</u> Будет ли Челябэнерго в ближайшие годы вновь переведен на RAB, сказать трудно. Однако при долгосрочной индексации тарифов у компании будет меньше стимулов к оптимизации операционных расходов, а ее рентабельность будет незначительной.</p> <p>Что касается других МРСК, то окончательное решение по тарифам должно быть принято до 1 июня. <u>Есть риск, что некоторые другие филиалы МРСК также могут перейти с RAB-регулирования на долгосрочную индексацию,</u> о чем мы уже говорили раньше. В ситуации, когда все филиалы конкретной МРСК работают по системе RAB, ее легче приватизировать по более высокой цене, однако переход одного из филиалов на долгосрочную индексацию, на наш взгляд, не должен помешать потенциальной приватизации.</p>
БКС	-	<p>Незначительное влияние из-за сокращения CAPEX, но негативное отношение. <u>Отмена RAB-регулирования негативна с точки зрения отношения инвесторов к МРСК.</u> Тем не менее, учитывая значительное сокращение CAPEX Челябэнерго, фундаментально мы оцениваем влияние перехода на другой метод расчета тарифов как незначительное и подтверждаем рекомендацию «ДЕРЖАТЬ» для акций МРСК Урала.</p>
Номос-банк	-	<p>Перевод РСК с RAB на метод долгосрочного регулирования приводит не только к снижению темпов роста тарифов, но и существенному сокращению инвестпрограмм. В случае с Челябэнерго, сокращение капитальных расходов оценивается в 2-3 раза в период с 1-3 лет. В данной связи, с точки зрения оценки компаний, новый метод тарифообразования не приводит к снижению стоимости.</p> <p>Рынок негативно воспринял новости об отказе введения RAB. Котировки акции Холдинга МРСК по итогам дня потеряли более 5.6%. Повсеместное введение RAB всегда ассоциировалось с ростом прибыли, причем новый механизм упрощал ее прогноз. Для оценки влияния нового метода на стоимость компаний потребуется время, на фоне чего, <u>мы считаем, оправданной реакцию в акциях Холдинга.</u> Впрочем, пока говорить о полном отказе от реформы преждевременно. По данным РБК, Холдинг намерен бороться за сохранение RAB во всех филиалах.</p>
ТКБ Капитал	-	<p>Челябэнерго переведен с RAB-регулирования на долгосрочную индексацию тарифов с сохранением минимального уровня инвестиций. Ожидается, что объем инвестиционной программы компании на 2012-2015 годы будет уменьшен почти втрое – с 15.6 млрд руб. до 5.3 млрд руб. С фундаментальной</p>

		<p>точки зрения, <u>мы расцениваем данную новость негативно</u>, даже несмотря на радикальное снижение объема инвестиционной программы, поскольку не исключаем появления аналогичных новостей и по филиалам других сетевых компаний. Следует отметить, что к настоящему моменту значительная часть филиалов распределенных компаний еще не перешла на RAB-регулирование вовсе, что вкуче может привести к значительному откату с точки зрения регулирования сетевого сегмента при значительном понижении его инвестиционной привлекательности. Мы ожидаем сохранения давления в сегменте сетевых компаний ввиду неясности будущего регулирования и возможного появления аналогичных новостей по другим регионам.</p>
--	--	--

<i>28 апреля – Ряд РСК может лишиться RAB-тарифообразования</i>		
Deutsche Bank	-	<p><i>(перевод с английского)</i> Мы рассматриваем отмену RAB, как <u>негативный вариант развития событий</u>.</p>
Goldman Sachs	-	<p><i>(перевод с английского)</i> Федеральная служба по тарифам предлагает отменить RAB-регулирование в некоторых регионах Холдинга МРСК (до 16 из 69). Для других регионов, где RAB сохранится, ФСТ предлагает сократить iRAB до 30%. В то же время Холдинг МРСК заявляет, что решение еще не является окончательным, и намерен бороться за сохранение RAB-регулирования в большинстве регионов. Ранее мы уже отмечали, что МРСК страдают от высокого регуляторного риска. Мы базируем наши оценки на ограничении роста тарифов. Таким образом, мы не видим существенных рисков. Однако мы считаем, что рынки чрезмерно оптимистичны по перспективам RAB-регулирования, и, следовательно, мы рассматриваем новость как негативную.</p>
JP Morgan	-	<p><i>(перевод с английского)</i> Мы считаем, что существует около 11 регионов, где RAB находится под угрозой отмены, и Челябинск в их числе. Кроме того, на наш взгляд, в порядка 9 регионах может быть проведена незначительная корректировка относительно первоначального значения RAB. Мы считаем, что неопределенность продолжит оказывать давление на сегмент в ближайшие несколько недель.</p>
Альфа-банк	-	<p>Мы <u>считаем данную новость крайне негативной для Холдинга МРСК</u> и региональных МРСК. Хотя данный шаг был ожидаем, и мы неоднократно повторяли, самое сильное регуляторное давление в 2012 году, вероятно, попадут сетевые компании, мы считаем, что рынок по-прежнему ожидал очень незначительного сокращения параметров RAB для МРСК. Хотя пока неясно, сократит ли государство параметры RAB столь значительно, мы ожидаем, что <u>данная новость окажет давление на акции Холдинга МРСК</u>. Кроме этого, мы считаем, что сокращение капвложений может быть позитивным фактором для оценки МРСК, поскольку данные компании отличаются сильным расхождением регуляторной ставки доходности и их WACC, вследствие чего капитальные вложения негативно сказываются на стоимости компании, а, соответственно, снижение капвложений благоприятно сказывается на стоимости данных компании.</p>
Уралсиб	-	<p>Мы ожидаем, что <u>новость окажет крайне негативное влияние на акции энергораспределительных компаний</u>, которые будут находиться под давлением до утверждения окончательных тарифов в июле. Однако, как мы писали ранее, негативный эффект от снижения тарифов может быть в значительной мере смягчен соответствующим сокращением капзатрат.</p>

## 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):

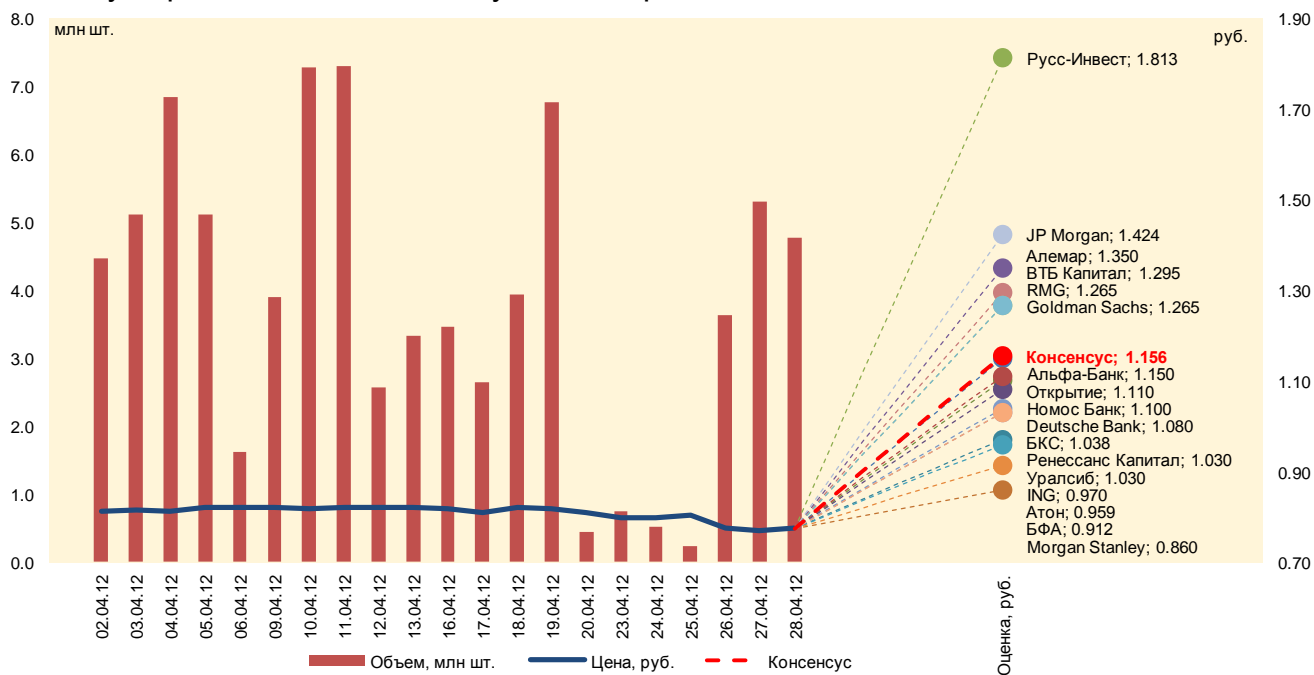
Компания	Аналитики	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекомендация <sup>4</sup>
		\$	руб. <sup>2</sup>			
<i>Оценки в рублях</i>						
1 Номос Банк	Лямин	0,037	1,100	42%	21.03.2012	покупать
2 Deutsche Bank	Булгаков	0,037	1,080	40%	16.02.2012	покупать
3 ING	Гончаров	0,033	0,970	25%	19.12.2011	покупать
4 Morgan Stanley	Кузьмин	0,029	0,860	11%	11.11.2011	equal-weight
5 Альфа-Банк	Корнилов, Кулиева	0,039	1,150	49%	17.10.2011	выше рынка
6 Открытие	Бейден, Паламарчук	0,038	1,110	43%	11.10.2011	покупать
7 Русс-Инвест	Аналитическая команда	0,062	1,813	134%	29.03.2011	-
8 Алемар	Домнич	0,046	1,350	74%	28.03.2011	держать
<i>Оценки в долларах США</i>						
9 Ренессанс Капитал	Скляр, Weaving	0,035	1,030	33%	27.04.2012	покупать
10 Уралсиб	Тайц, Рубинов	0,035	1,030	33%	19.04.2012	покупать
11 Атон	Купреев, Евстратенков	0,0326	0,959	24%	16.03.2012	покупать
12 БФА	Аналитическая команда	0,031	0,912	18%	28.02.2012	-
13 RMG	Доронин	0,043	1,265	63%	13.02.2012	покупать
14 БКС	Филатова, Трипотень	0,03529	1,038	34%	27.01.2012	покупать
15 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	0,044	1,295	67%	28.11.2011	покупать
16 Goldman Sachs	Лукина, Дегтярев	0,043	1,265	63%	15.11.2011	покупать
17 JP Morgan	Аринин, Тимохова	0,0484	1,424	84%	03.12.2010	neutral
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>						
18 Тройка Диалог <sup>1</sup>		0,039-0,063			10.02.2012	-
19 Метрополь				Пересмотр		
20 ТКБ Капитал				Пересмотр		
21 Газпромбанк				Пересмотр		
<b>Консенсус</b>		<b>0,039</b>	<b>1,156</b>	<b>49%</b>		
Текущая цена <sup>3</sup>			<b>0,774</b>			

*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 28.04.12 г.;
3. Последняя цена на ММВБ 28.04.12 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 1,156 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 49%. За прошедший месяц потенциал роста снизился на 2 п.п. до 49%. Снижение апсайда от изменения в составе аналитиков более чем компенсировало рост потенциала в связи со снижением котировок бумаг компании. Во-первых, аналитики Unicredit прекратили «покрытие» распределителя в целом (за исключением Холдинга МРСК), прогнозная стоимость банка акции МРСК Центра – \$0,0654 – была самой высокой среди всех оценок. Во-вторых, в консенсус была добавлена оценка Уралсиба, возобновившего покрытие сектора в целом, и МРСК Центра, в частности.

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



Источник: ММВБ, quote.ru, СПАРК, расчеты ДКТ

● По мнению экспертов Unicredit, прекративших покрытие «дочек» Холдинга МРСК, все же выразили надежду, что интерес к бумагам сектора снова вновь возникнет у инвесторов: *«Interest in select names could emerge if and when privatization plans start to take shape, but for now these companies are too illiquid for the majority of international investors, given average trading volume of only around USD 150,000/day».*

Кроме того, аналитики высказали сомнения относительно потенциальной выгоды приватизации МРСК для миноритариев холдинга. Эксперты провели аналогию с приватизацией РАО «ЕЭС России», когда через пять лет большинство генерирующих активов оказалось у связанных с государством структур, выразив опасения, что вырученные в ходе приватизации средства будут инвестированы в политически более чувствительные, но финансово слабые регионы.

*«Таким образом, когда появится информация о сроках проведения приватизации, наиболее толерантные к риску инвесторы, скорее всего, переключатся с акций Холдинга МРСК на бумаги отдельных распределительных компаний, что сократит необоснованно высокую в данный момент премию Холдинга к сумме частей»,* - полагают в Unicredit.

● Аналитики Уралсиба возобновили покрытие распределительного сектора, присвоив акциям МРСК Центра рекомендацию «покупать» с целевой ценой \$0,035.

Среди «плюсов» компании эксперты банка выделяют прочные позиции на региональном рынке и начало процесса консолидации региональных сетей. *«Мы считаем акционерную структуру МРСК Центра благоприятной для миноритарных акционеров: 30% акций распределены между несколькими крупными частными инвесторами – это должно защитить интересы миноритариев, например, в ходе консолидации активов»,* - говорится в обзоре Уралсиба.

Что касается потенциальных рисков, то, аналитики банка выделяют проблему «последней мили», а также возможный пересмотр RAB-параметров.