

**Открытое акционерное общество  
«МРСК Центра»**

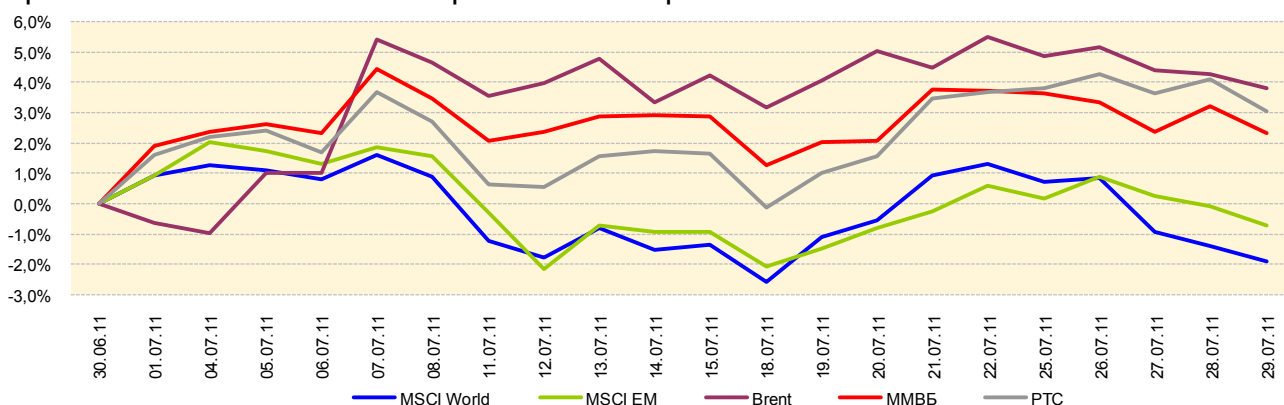


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»  
в июле 2011 г.**

Москва, август 2011

## Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций завершили июль снижением: индекс развитых стран MSCI World потерял 1,9%, индекс развивающихся рынков MSCI EM понизился на 0,7%. Негативная динамика фондовых рынков в июле была обусловлена долговыми проблемами еврозоны и США и слабой американской макроэкономической статистикой.



Главным фактором беспокойства инвесторов на протяжении всего месяца оставались долговые проблемы еврозоны, ставшие поводом для целого ряда негативных действий рейтинговых агентств.

В частности, в начале месяца агентство Moody's снизило рейтинг Португалии сразу на четыре ступени – ниже инвестиционного уровня, указав на риск необходимости новой финансовой помощи стране в случае невозможности ее возвращения на рынок заимствований. В середине месяца список стран с «мусорным» рейтингом по версии Moody's пополнила Ирландия – причиной понижения стала растущая вероятность привлечения кредиторов страны к облегчению ее долгового бремени.

Под пристальным вниманием рейтинговых агентств в течение отчетного периода находилась и проблемная Греция – в начале июля S&P заявило, что реинвестирование финансовыми компаниями поступлений от погашаемых греческих гособлигаций в новые долги может привести страну к состоянию «выборочного дефолта», что стало причиной переноса сроков решения ЕС по дополнительному пакету помощи Греции.

В середине месяца агентство Fitch понизило рейтинг Греции на три ступени – до преддефолтного уровня «ССС», указав на отсутствие новой, вызывающей доверие и полностью профинансированной программы спасения страны.

В середине июля рынки позитивно восприняли согласование европейскими лидерами, собравшимися на экстренный саммит, нового плана спасения Греции и комплекса мер поддержки проблемных европейских государств. Греция получит от Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) и МВФ около €109 млрд в течение следующих трех лет под 3,5% годовых с одновременным продлением срока кредитов до 15-30 лет. Также предполагается добровольный обмен частными кредиторами облигаций на новые, со сроками погашения 15-30 лет.

Решениями прошедшего саммита также существенно расширены функциональные возможности EFSF – фонд сможет помогать странам еврозоны в рекапитализации банков, а также вести операции на долговом рынке. В частности, за счет скупки части госбумаг Греции по текущим низким рыночным ценам планируется снизить сумму греческого долга на €12,6 млрд.

Тем не менее, агентства Moody's и S&P продолжили снижение рейтингов Греции, мотивировав эти решения неблагоприятными для инвесторов условиями реструктуризации долгов и сохраняющимися рисками дефолта по новым бумагам.

Существенное давление на рынки в июле оказали спекуляции относительно способности Италии самостоятельно обслуживать гигантский долг в размере \$2,3 трлн – почти 120% ВВП, следствием которых стал рост до максимальных значений спредов

госбумаг Италии к облигациям ФРГ и приближение доходности 10-летних итальянских облигаций к запретительному для рыночных заимствований 7%-му уровню.

Свой вклад в нарастание пессимизма на фондовых рынках в отчетном периоде внесло и развитие событий вокруг долговых проблем США – страна оказалась на грани технического дефолта, спровоцированного неспособностью президента США и лидеров республиканцев в Конгрессе договориться об условиях повышения верхнего предела заимствований. Критичным сроком достижения договоренностей является 2 августа – предполагается, что, начиная с этой даты, Минфин исчерпает возможности для финансирования госрасходов в полном объеме. Все это стало поводом для негативных рейтинговых действий агентств Moody's и S&P, поставивших рейтинги США на пересмотр с возможностью понижения.

Разочаровала инвесторов ключевая американская статистика, публиковавшаяся в июле. Безработица в июне выросла до 9,2% - максимального уровня в 2011 году, а увеличение числа рабочих мест стало минимальным за девять месяцев. Рост ВВП США по итогам второго квартала составил 1,3% вместо ожидавшихся 1,8%, при этом темпы роста экономики в первом квартале были пересмотрены с 1,9% до 0,4%.

От более существенного снижения рынка удерживала хорошая корпоративная отчетность крупнейших мировых компаний, в первую очередь, американских. По данным Bloomberg, около 75% компаний из индекса S&P 500, опубликовавших отчетность, сообщили о прибыли и выручке выше ожиданий аналитиков.

Динамика российского рынка, завершившего июль ростом на 2,3% по индексу ММВБ, на протяжении всего месяца выглядела лучше динамики развитых рынков, чему в основном способствовали стабильные цены на нефть. Собственный новостной фон носил умеренно позитивный характер, оказав определенную поддержку нашему рынку.

Главным внутренним событием отчетного периода для российского рынка стало обнародование предварительных предложений правительства о расширении программы продажи госактивов в 2012-2016 гг. Планируется, что государство в этот период ежегодно будет продавать активы более чем на 1 трлн, полностью расставшись с долями в 14 компаниях и сохранив за собой в четырех из них специальное право – «золотую» акцию.

Из опубликованных Росстатом данных за июнь можно отметить следующие:

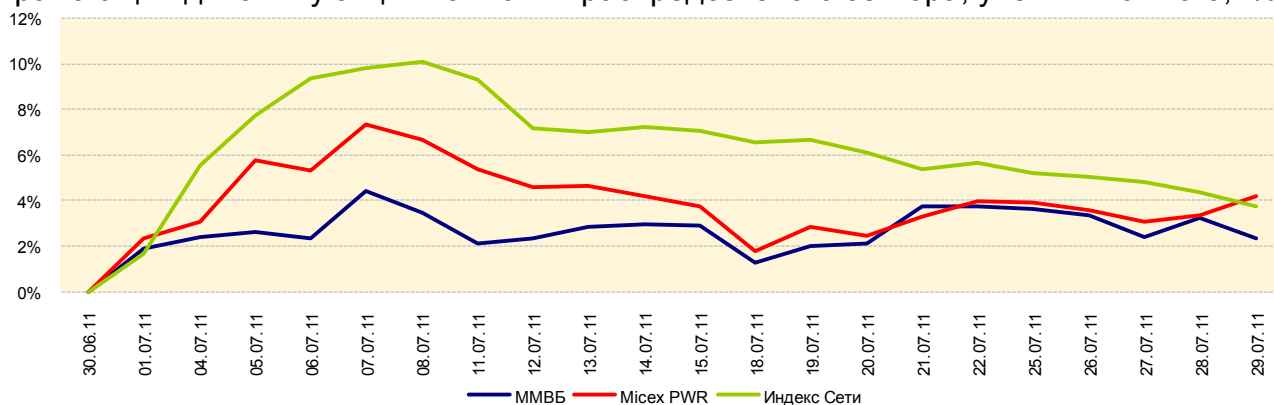
- рост промпроизводства составил 5,7%;
- цены производителей снизились на 2,2% – дефляция зафиксирована впервые с начала года;
- рост инвестиций в основной капитал составил 4,7% по сравнению с июнем 2010 г.;
- денежные доходы населения выросли на 0,7% по сравнению с июнем 2010 г.;
- безработица снизилась до 6,1% с 6,4% в мае;
- оборот розничной торговли за июнь вырос на 5,6%.

По данным Росстата, ВВП в I квартале увеличился на 4,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. По оценкам Минэкономразвития, рост ВВП РФ в первом полугодии составил 3,9% в сравнении с аналогичным периодом прошлого года. Во втором полугодии, по словам главы министерства, рост ВВП ускорится до уровня примерно в 4,5%.

Банк России сообщил о замедлении оттока капитала из России во втором квартале до \$9,9 млрд с \$21,3 млрд в первом, по итогам полугодия отток составил \$31,2 млрд. По прогнозам ЦБ РФ, в 2011 году отток капитала из страны достигнет \$35 млрд, в 2012 году ожидается приток на уровне \$10-15 млрд.

## Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали опережающий в сравнении с широким рынком рост: индекс МисехPWR по итогам месяца повысился на 4,2%, в то время как индекс ММВБ прибавил 2,3%. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, увеличился на 3,7%.



Источник: ММВБ, РТС, расчеты ДКТ

Ключевой новостью отчетного периода для компаний электроэнергетического сектора стало сделанное в начале июля заявление замглавы Минэкономразвития А. Клепача о том, что из подготовленных министерством новых вариантов роста тарифов на электроэнергию в 2012-2014 годах – в привязке к инфляции и «инфляция +» – ведомство все же предлагает взять за основу при разработке бюджета второй вариант. Согласно предложению министерства, в 2012 году тарифы будут повышены на 10–11% год к году (вместо ожидавшихся ранее 13%), в 2013 году – на 7–10% (вместо 12%), в 2014 году – на 9–11% (9,5%). Эта информация явилась главным драйвером роста генерирующих компаний и отраслевого индекса МисехPWR – вес генераторов в нем составляет около 70%.

На этом фоне инициативы ФСТ и Минэкономразвития, предложивших сохранить на текущем уровне предельные цены при проведении конкурентного отбора мощности на 2012 год, не оказали существенного влияния на настроения участников рынка, инвестирующих в акции генерирующих компаний.

С другой стороны, эти же предложения Минэкономразвития стали главной причиной снижения котировок акций электросетевых компаний – для удержания роста цен на электроэнергию в заявленных пределах темпы роста тарифов для сетевого сектора могут составить в 2012 году 4-6% (ранее предполагалось 14-15%), в 2013 году – 4-6,5% (17-18%), в 2014 году - 4-6,5% (16-17%).

Другой новостью, оказавшейся в центре внимания участников рынка в начале отчетного периода, стала информация о подписании Газпромом и Реновой соглашения о намерениях объединить энергоактивы компаний. Если сделка состоится, в России будет создана крупнейшая энергокомпания, установленная электрическая мощность станций которой составит более 50 ГВт. Планируется, что Газпрому в объединенной компании будет принадлежать 75% минус 1 акция, Ренове – 25% плюс 1 акция.

Первые комментарии аналитиков по этой информации выглядели достаточно нейтрально. Тем не менее, к числу негативных последствий этой сделки эксперты относят фактический уход из отрасли крупнейших частных инвесторов на фоне ужесточения регулирования сектора, усиление концентрации энергоактивов под контролем государства, снижение конкуренции на рынке.

В конце отчетного периода одним из главных событий стало обращение гендиректоров российских дочек E.On, Enel и Fortum с письмом к первому вице-премьеру И. Шувалову, под кураторством которого экспертная группа «Реформа естественных монополий» разрабатывает альтернативную модель функционирования российского энергорынка. «Полагаем, что предложения экспертной группы по изменению оптового

рынка не могут рассматриваться в качестве приемлемой альтернативы действующей модели»: они не решают вопросы стимулирования инвестиций в модернизацию станций и «несут в себе риски дальнейшего снижения» инвестиционной привлекательности отрасли, цитируют Ведомости выдержки из письма.

Это уже второе подобное обращение E.On, Enel и Fortum к правительству РФ – еще в марте в письме, направленном премьер-министру, компании обращали внимание, что планы правительства по сдерживанию тарифов на электроэнергию вызывают непонимание и тревогу, так как «дают повод усомниться в незыблемости» установленных ранее правил.

Среди других новостей электроэнергетического сектора можно отметить следующие:

- государство не намерено возвращать энергокомпаниям тот объем доходов, который был сокращен в начале 2011 года в рамках мер по сдерживанию темпов роста цен на электроэнергию в пределах 15%, заявил глава департамента Минэнерго В. Никонов. Будут ли сокращаться доходы в 2012 году, правительство определится в конце 2011 - начале 2012 года, сообщил директор департамента промышленности и инфраструктуры правительства РФ М. Соколов;
- рабочая группа министерства энергетики в сентябре-октябре текущего года рассчитывает разработать решения, связанные с вопросами развития собственной генерации крупными потребителями, заявил замминистра энергетики А. Шишкин. Как сообщал ранее глава ведомства С. Шматко, министерство намерено создать экономические стимулы для недопущения массового ухода нефтегазового сектора в собственную генерацию;
- Правительство РФ ожидает, что в 2011 году будет наблюдаться существенный рост энергопотребления - до 10%, сообщил директор департамента промышленности и инфраструктуры М. Соколов. Ранее Минэнерго сообщало, что ожидает прироста энергопотребления в текущем году на уровне более 2%;
- энергокомпании в 2011 году планируют ввести в РФ 6,4 ГВт новых мощностей, заявил премьер-министр РФ В. Путин в понедельник в ходе видеоконференции по пуску новых энергоблоков на Сургутской ГРЭС. В 2012 году в России запланирован ввод до 7,8 ГВт новых мощностей, сообщил премьер, добавив, что Россия уже практически вышла на докризисный уровень по объему ввода энерго мощностей.

## Рынок акций распределительных компаний

Динамика распределительных компаний в июле отличалась повышенной волатильностью. В начале месяца негативные для сектора тарифные решения, предложенные Минэкономразвития, которые, по мнению ряда аналитиков, могут повлечь за собой пересмотр параметров RAB-регулирования, были с избытком компенсированы возросшей уверенностью в неизбежности приватизации компаний распределителя.

Комментируя тарифы для сетевых компаний, замминистра А. Клепач сообщил, что «все эти меры в части сетевых компаний потребуют институциональных изменений». Аналитики Тройки Диалог и ВТБ Капитала, обратив внимание на это заявление, предположили, что в данном случае речь может идти о приватизации компаний распределителя, которая традиционно рассматривалась участниками рынка в качестве главного драйвера роста их стоимости в долгосрочной перспективе. Существенно более пессимистичную оценку текущей ситуации представили аналитики JPMorgan. По их мнению, приватизация в этих условиях будет привлекательна только игрокам, обладающим административным ресурсом (politically wellconnected players), которые могут приобрести активы по низкой цене. При этом участие крупных стратегических игроков отрасли при существующей неопределенности, полагает JPM, маловероятно.

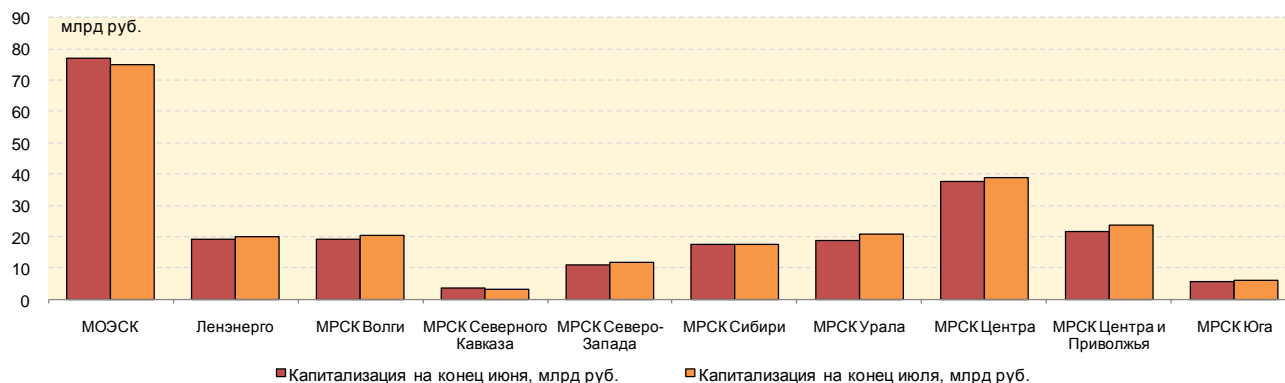
В то же время, по словам главы Холдинга МРСК, приватизация может начаться через 1,5-2 года. Как сообщил Н. Швец Интерфаксу, на первом этапе возможна продажа 1-2 компаний для создания условий для бэнчмаркетинга. «Мы планируем объявить конкурс, принять решение на уровне государства по одной из МРСК. Подготовим все материалы для проведения конкурса, и все будет зависеть от того, какой инвестор заявится для того, чтобы участвовать в этом конкурсе», - заявил он, добавив, что одним из условий приватизации МРСК является устойчивое тарифное регулирование.

Что касается соответствующего сдерживанию тарифов изменения параметров RAB-регулирования, именно перспектива пересмотра их в сторону понижения вышла на первый план в середине отчетного периода, оказав давление на котировки компаний распределителя. В частности, аналитики JPM оценивают снижение величины RAB в диапазоне от 10% для МОЭСК до 50% и более для МРСК Волги, МРСК Северо-Запада, МРСК Сибири и Ленэнерго. По прогнозам экспертов, RAB для Холдинга МРСК может уменьшиться на 37%. В то же время позитивом для котировок компаний, по мнению отраслевых аналитиков, может стать сокращение инвестпрограмм МРСК, возможность которого упомянул И. Сечин. «Снижение возможно, в том числе в сетевом комплексе. Такую работу надо проводить, потенциал большой», - заявил вице-премьер.

В конце отчетного периода давление на распределителя оказали комментарии директора департамента промышленности и инфраструктуры правительства М. Соколова, сообщившего, что с сокращением доходов энергокомпаний в 2012 году правительство определится в конце 2011 – начале 2012 года, при этом наиболее вероятно сокращение темпов роста тарифа сетевых компаний – как МРСК, так и ФСК. Отвечая на вопрос, может ли быть пересмотрен RAB-тариф сетевых компаний, он сказал: «Я не исключаю сейчас такой возможности».

Вероятное снижение тарифов МРСК рассматривается и в другом аспекте – в рамках решения проблемы ухода с оптового энергорынка крупных потребителей, в основном, нефтегазовых компаний, рассматривающих возможность строительства собственных мощностей. В качестве одной из главных причин такого положения дел, по информации Интерфакса, в Минэнерго называют рост сетевой составляющей в тарифах на электроэнергию. «Компромисс между потребителями и производителями будет найден в сильном ограничении сетевых тарифов», – уверены эксперты БКС.

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



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

По итогам июля капитализация большинства МРСК выросла, исключением стали МРСК Северного Кавказа и МОЭСК, потерявшие 5,7% и 2,8% соответственно. Наилучшую динамику показали МРСК Урала, МРСК Центра и Приволжья и МРСК Северо-Запада, прибавившие 10,1%, 7,8% и 6,9% соответственно.

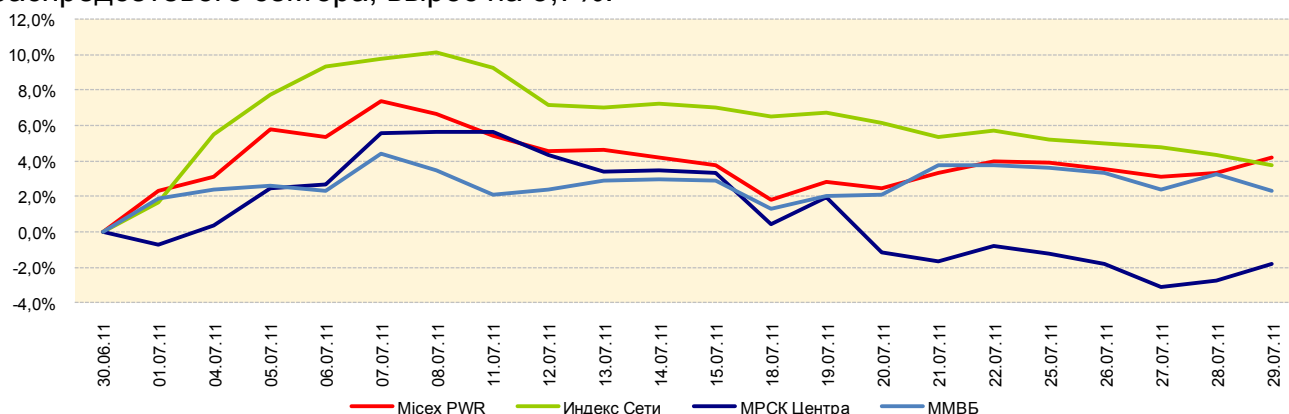
Капитализация МРСК Центра выросла на 2,3%.

Значения капитализации МРСК на конец июня и июля 2011 года (по средневзвешенным ценам на ММВБ), а также изменение за месяц представлены в таблице:

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на ММВБ)		Изменение за месяц, %
	на 30.06.11	на 29.07.11	
МОЭСК	77,1	75,0	-2,8%
Ленэнерго	19,1	20,0	5,0%
МРСК Волги	19,4	20,5	6,1%
МРСК Северного Кавказа	3,5	3,3	-5,7%
МРСК Северо-Запада	11,0	11,8	6,9%
МРСК Сибири	17,4	17,5	0,5%
МРСК Урала	19,0	20,9	10,1%
МРСК Центра	37,8	38,7	2,3%
МРСК Центра и Приволжья	21,8	23,5	7,8%
МРСК Юга	5,9	6,0	1,3%

### Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением котировок на 1,8% по ценам последних сделок на ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, вырос на 3,7%.



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

В июле динамика акций МРСК Центра существенно отставала от динамики индексов МисехPWR и Индекса Сети.

Характеристика объемов торгов на биржевых площадках ММВБ и РТС акциями МРСК Центра в отчетном периоде представлена в таблице:

Биржевая площадка	Количество сделок	Объем, шт.	Объем, млн руб.
РТС (классический) <sup>1)</sup>	3	14 820 000	13,89
РТС (биржевой)	1	20 000	0,02
ММВБ	3 356	89 704 000	85,86

1)- включая адресные сделки

В июле на РТС было заключено всего 4 сделки на сумму 13,89 млн руб. Основные торги проходили на бирже ММВБ, где оборот по акциям МРСК Центра составил 89,7 млн шт. или 0,21% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам компании в июле по сравнению с предыдущим месяцем снизился на 31%. Среднедневной объем торгов составил около 4,3 млн шт., тогда как в прошлом месяце данный показатель находился на уровне 6,2 млн шт.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд<sup>1</sup> снизился с 0,64% до 0,33%. Максимальный спрэд за период достигал 0,86% (14 июля), а минимальное значение спрэда составило 0,01%.

Среди новостей МРСК Центра в отчетном периоде можно отметить информацию о том, что компания в I полугодии текущего года направила на финансирование инвестиционной программы 5,5 млрд рублей (с НДС) — в 1,7 раза больше, чем за аналогичный период 2010 года. В 11 регионах компании с начала года построено 1 047 км линий электропередачи (на 30% больше, чем в I полугодии прошлого года) и введено 258 МВА трансформаторной мощности (рост составил 19%).

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



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

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

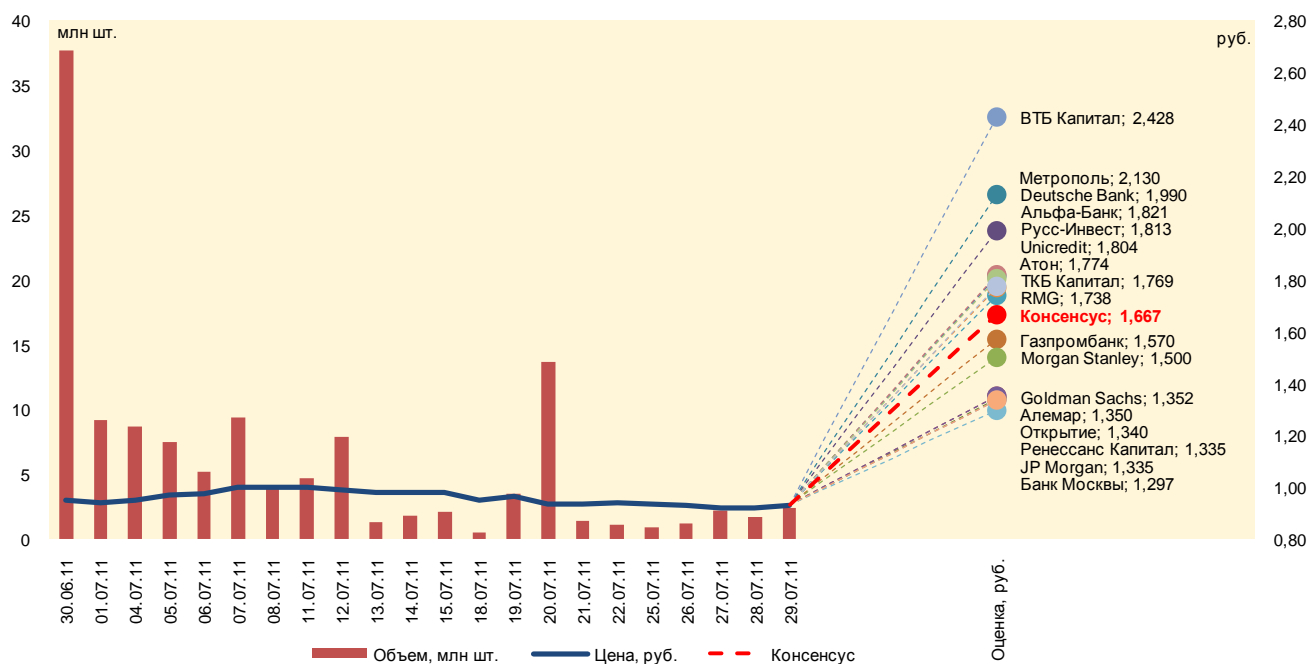
Компания	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекомендация <sup>4</sup>
	\$	руб. <sup>2</sup>			
<b>Оценки в рублях</b>					
1 Открытие	0,049	1,340	44%	23.06.2011	Покупать
2 Deutsche Bank	0,072	1,990	114%	03.05.2011	Покупать
3 Метрополь	0,077	2,130	129%	26.04.2011	Покупать
4 Газпромбанк	0,057	1,570	69%	18.04.2011	Покупать
5 Русс-Инвест	0,066	1,813	95%	29.03.2011	-
6 Алемар	0,049	1,350	45%	28.03.2011	Держать
7 Morgan Stanley	0,054	1,500	61%	31.01.2011	equal-weight
<b>Оценки в долларах США</b>					
8 Goldman Sachs	0,049	1,352	45%	15.07.2011	Покупать
9 Rye, Man & Gor Securities	0,063	1,738	87%	11.07.2011	Покупать
10 ТКБ Капитал	0,0641	1,769	90%	03.03.2011	Покупать
11 ВТБ Капитал	0,088	2,428	161%	17.02.2011	Покупать
12 Альфа-Банк	0,066	1,821	96%	25.01.2011	Выше рынка
13 Unicredit	0,0654	1,804	94%	22.12.2010	Покупать
14 JP Morgan	0,0484	1,335	44%	03.12.2010	Neutral
15 Банк Москвы	0,047	1,297	39%	02.12.2010	Держать
16 Ренессанс Капитал	0,0484	1,335	44%	30.06.2010	Покупать
17 Атон	0,0643	1,774	91%	02.06.2010	Покупать
<b>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</b>					
18 Тройка Диалог <sup>1</sup>	0,052-0,069			04.03.2011	-
19 Citi					Пересмотр
20 Уралсиб					Пересмотр
<b>Консенсус</b>	<b>0,060</b>	<b>1,667</b>	<b>79%</b>		
Текущая цена <sup>3</sup>		0,93			

*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 29.07.11 г.
3. Последняя цена на ММВБ 29.07.11 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);

Рублевый потенциал роста акций МРСК Центра по состоянию на конец отчетного периода по сравнению с концом прошлого месяца не изменился и составил 79%.

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



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

В отчетном периоде:

- Эксперты RMG провели переоценку сектора распределительных компаний: «Переход на RAB был основным драйвером для бумаг сетевых компаний в прошлом году, но текущий контроль государства над темпами роста тарифов подрывает экономическую сущность нового ценообразования. Мы обновили оценки МРСК по методу ДДП (дисконтирование денежных потоков) с учетом результатов за 2010 г. и пересмотренных прогнозов роста выручки компаний», - говорится в обзоре. В итоге специалисты повысили прогнозную стоимость акции МРСК Центра с \$0,04 до \$0,063. Рекомендация повышена с «держат» до «покупать».

- Аналитики Goldman Sachs снизили 12-месячную целевую цену по акциям МРСК Центра на 29%, с \$0,069 до \$0,049, рекомендацию осталась без изменений - «покупать».

Основанием для столь существенного снижения оценок стали обновленные модели по распределительным компаниям – с применением мультипликатора EV/EBITDA на 2011П и стоимости RAB с весами подходов 50:50. По словам экспертов, учитывая текущую неопределенность в отношении тарифных решений, которая, вероятно, сохранится вплоть до выборов, оценка посредством метода DCF, основанного на долгосрочном прогнозе тарифов, не может быть применена ввиду существенного риска изменения RAB-методологии или пересмотра ключевых параметров – базы RAB и возврата на инвестированный капитал.

В обновленные модели аналитики также включили отчетность по МСФО за 2010 год, сниженный тариф на 2011 г. и новую оценку инвестпрограмм, основанную на консервативном прогнозе темпов роста тарифов в 2012-15 гг. – незначительно выше инфляции на уровне 8-10%. В результате эксперты пришли к существенному – в среднем на 38,5% – сокращению прогнозов EBITDA распределительных компаний на 2011-13 гг.

- из консенсус-прогноза была исключена оценка Citi в связи с прекращением покрытия банком российских электроэнергетических компаний.

Изменения оценок/рейтингов по акциям МРСК Центра представлены в таблице:

№	Банк	Дата	Значение оценки			Рекомендация	
			Предыдущее	Обновленное	Изменение	Предыдущая	Обновленная
1	RMG	11.07.2011	\$0,04	\$0,063	58%	Держать	Покупать
2	Goldman Sachs	15.07.2011	\$0,069	\$0,049	-29%	Покупать	Покупать

Департамент по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», август 2011 г.

Таким образом, на конец июля аналитическое покрытие акций МРСК Центра осуществляется восемнадцатью банками и инвестиционными компаниями, пять из которых относятся к глобальным брокерским домам. Кроме того, две оценки – от Уралсиба и Citi – в настоящий момент находится на пересмотре. Оценка Тройки Диалог представлена как индикативный диапазон цен.