

**Открытое акционерное общество
«МРСК Центра»**

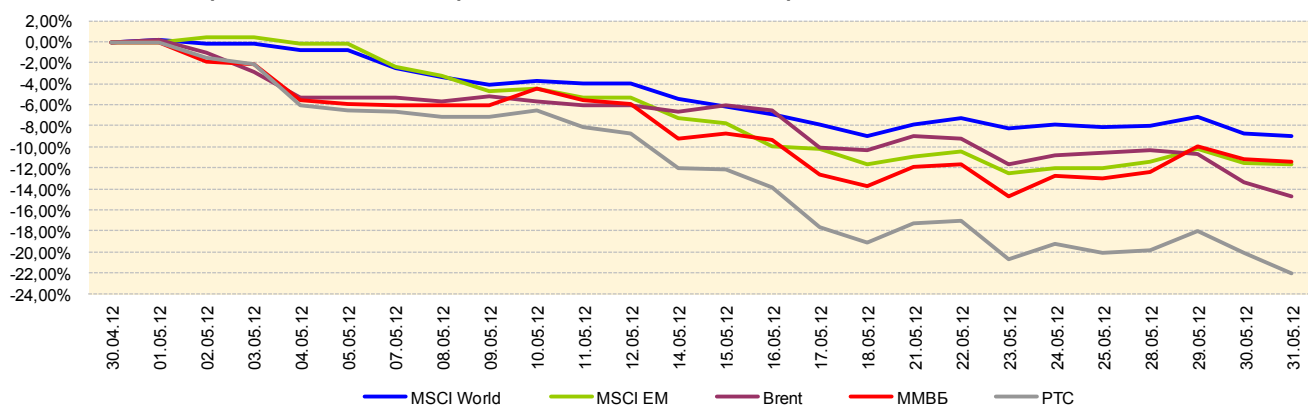


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»
в мае 2012 г.**

Москва, июнь 2012 г.

Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций снижаются второй месяц подряд: в мае индексы развитых стран MSCI World и развивающихся рынков MSCI EM потеряли 9,0% и 11,7% соответственно.



Основной негатив для рынков по-прежнему сосредоточен в Европе.

- В Греции политические партии, избранные в парламент страны 6 мая, не смогли сформировать правительство – новые выборы назначены на 17 июня. По мнению экспертов, в ходе них будет окончательно оформлена победа блока политических сил, выступающих за пересмотр соглашений с ЕС и МВФ, что фактически будет означать выход Греции из еврозоны. Рейтинговое агентство Fitch уже отразило эти риски в снижении потолка странового рейтинга с «AAA», который был присвоен всем странам еврозоны, до «В-».

Несмотря на прогнозируемые экономистами крайне негативные последствия выхода Греции из зоны евро для экономики региона – например, аналитики Bank of America проводят аналогии с крахом Lehman Brothers, представители власти пока занимают жесткую позицию: план помощи Греции и обязательства не могут быть пересмотрены.

- В Испании разрастается финансовый кризис. Агентство Moody's понизило рейтинги 16 испанских банков, указав на ухудшение экономической ситуации и растущие потери по кредитам. Частично национализированный третий по величине активов банк страны Bankia запросил у правительства финансирование в объеме €19 млрд – операция спасения банка может стать самой масштабной в истории Испании.

В конце месяца Fitch понизило рейтинги восьми автономных областей Испании в связи с сокращением доходов и дефицитами бюджетов региональных правительств. За неделю до этого власти Каталонии обратились к правительству за помощью из-за проблем с финансированием и угроз потери доступа к рынкам капитала. Кроме того, агентство S&P снизило рейтинги пяти испанским банкам, трем из них – до «мусорного».

На этом фоне стоимость страхования испанского долга от дефолта обновила исторические максимумы, доходность 10-летних бумаг вновь превысила отметку 6,5%.

- В целом весь европейский банковский сектор находился под давлением. Помимо испанских, Moody's снизило рейтинги сразу 26 итальянских банков, мотивировав свои действия ухудшением перспектив для экономики Италии и снижением прибыльности.

Кроме того, и рынок, и еврочиновники обеспокоены возможным кризисом ликвидности, триггером для которого станет массовое изъятие банковских вкладов в случае выхода Греции из еврозоны. Для ограничения влияния греческого фактора на саммите ЕС было принято решение о создании общеевропейской системы гарантирования вкладов, а еврокомиссия предлагает использовать €500 млрд Европейского механизма стабильности, который, как ожидается, начнет действовать с 1 июля, для рекапитализации банков напрямую, без посредничества национальных правительств.

- Не меньшие опасения инвесторов вызывает и состояние экономики еврозоны. В мае ОЭСР ухудшила прогноз по ВВП еврозоны в 2012 году – теперь ОЭСР ждет снижения показателя на 0,1%, тогда как раньше прогнозировался подъем на 0,2%. Статистика ООО «Депозитарные и корпоративные технологии», июнь 2012 г.

пока подтверждает значительное ухудшение перспектив экономики региона – темпы снижения промпроизводства в марте были максимальными с декабря 2009 года, индексы производственной активности в Германии, Франции и еврозоне упали до уровней трехлетней давности, безработица в апреле составила 11% – рекордное значение с начала отслеживания этих данных в 1995 году. По мнению аналитиков, это может свидетельствовать о том, что стагнировавшую в течение первого квартала экономику зоны евро, нулевое изменение ВВП которой в первом квартале было обусловлено ростом экономики Германии, ждет серьезная рецессия. На этом фоне в мае сводный индекс доверия к экономике еврозоны упал до минимума за 2,5 года.

В целом статистика, публиковавшаяся в мае, являлась еще одним фактором давления на фондовые рынки. Слабые экономические отчеты, усиливавшие опасения инвесторов в устойчивости восстановления мировой экономики, выходили не только в Европе. Поводом для серьезных продаж были, например, данные по рынку труда в США в апреле и мае – причем в последний месяц рост числа новых рабочих мест в американской экономике был минимальным за год. Кроме того, оценка роста ВВП США в I квартале понижена с 2,2% до 1,9%. В Китае темпы роста промпроизводства в апреле были существенно ниже ожиданий, а индекс деловой активности в промышленности КНР уже полгода находится ниже ключевой отметки 50 пунктов. Наконец, рост ВВП Индии в первом квартале замедлился до минимума за 8 лет.

Динамика российского рынка, завершившего май снижением на 11,4% по индексу ММВБ, выглядела хуже динамики индекса MSCI World и сопоставимо с MSCI EM. Дополнительное давление на наш рынок оказывает падение цен на нефть, потерявших в мае 14,7%. Это, в свою очередь, стало основанием для 10%-го ослабления рубля к доллару и более чем 20%-го обвала долларového индекса РТС. В числе прочих причин сильнейшего снижения рубля в последний день месяца – состояние рынка в этот день многие эксперты характеризовали как «паника», «психоз» – аналитики также называют заявки крупных клиентов и фактическое отсутствие на торгах ЦБ.

Собственный новостной фон также не давал поводов для оптимизма.

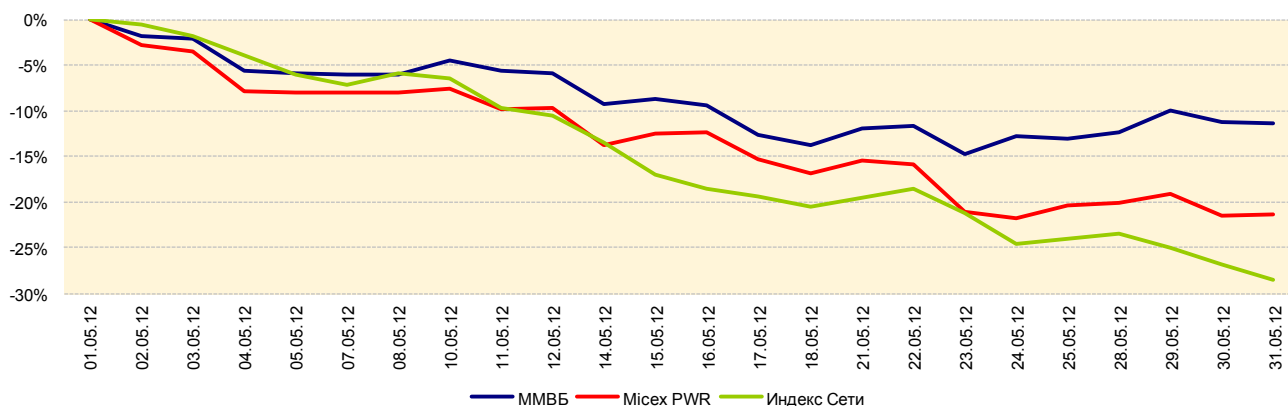
- Главным событием, столь ожидавшимся рынком, стало объявление нового состава правительства. Реакция аналитиков по персоналиям была преимущественно позитивной, практически все эксперты говорили об усилении позиции либералов и реформаторов в новом кабинете. Однако последующие указы президента о формировании нового состава кремлевской администрации, куда вошли многие бывшие министры, включении госдолей ФСК, РусГидро и Холдинга МРСК в список стратегических активов и возможности консолидации активов ТЭК в Роснефтегазе, в совет директоров которого незадолго до этого вернулся бывший вице-премьер И.Сечин, существенно нивелировали позитивные ожидания рынка.

- По предварительным оценкам Банка России, отток капитала из страны в апреле продолжился и за четыре месяца составил \$42 млрд – на 40% выше показателей 2011 года. Вскоре после этого Минэкономразвития и ЦБ РФ пересмотрели свои ожидания по динамике капитала в 2012 году – теперь они прогнозируют чистый отток по итогам года.

Макроэкономическая статистика в мае носила неоднозначный характер и существенной поддержки нашему рынку оказать не смогла. С одной стороны, по данным Росстата, ВВП в первом квартале вырос на 4,9%, значительно выше оценки Минэкономразвития – 4,0%, уровень безработицы в апреле снизился до 5,8% с 6,5% в марте, рост инвестиций в основной капитал в апреле, превысив прогнозы, составил 7,8%. С другой стороны, общий объем иностранных инвестиций в экономику РФ в I квартале был на 17,6% меньше, чем в I квартале 2011 года, рост промпроизводства в апреле оказался минимальным в этом году, предпринимательская уверенность в промышленности в мае не выросла впервые с начала года.

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 21,3%, тогда как индекс ММВБ потерял 11,4%.



Источник: ММВБ, РТС, расчеты ДКТ

Большую часть потерь отраслевого МисехPWR в мае обеспечили акции сетевых компаний, оказавшиеся под давлением опасений усиления влияния государства в отрасли – надежды участников рынка на либерализацию были перечеркнуты рядом событий.

Вплоть до середины мая акции компаний электроэнергетики, как и весь рынок, находились под давлением неопределенности с новым составом правительства РФ, усиленным для энергосектора информацией Ведомостей о возможной отставке вице-премьера И.Сечина и главы Минэнерго С.Шматко. В то же время отраслевые эксперты ожидали, что интерес инвесторов к сектору вернется после утверждения нового состава правительства, возглавляемого Д.Медведевым, поддерживающим некоторые либеральные инициативы, в том числе приватизацию госкомпаний.

Тем не менее, прояснение ситуации не принесло столь ожидаемого позитива. Несмотря на либеральность и рыночность взглядов утвержденных вице-премьеров И. Шувалова и А. Дворковича, а также экспертные предположения, что новый глава Минэнерго А. Новак все же будет разделять позицию профильного вице-премьера, настроения на рынках резко ухудшились после обнародования двух указов президента – о внесении госдолей ФСК, РусГидро и Холдинга МРСК в список стратегических активов и наделении Роснефтегаза правом покупки приватизируемых предприятий ТЭК. Такое развитие событий, по словам аналитиков, может означать сворачивание курса на приватизацию и перенос принятия ключевых решений в Кремль.

Подтверждением данных опасений являлось и развитие ситуации вокруг намерения правительства консолидировать сетевые активы. Первоначально, по сообщению ряда СМИ, правительство планировало передать Холдинг МРСК под управление ФСК. По мнению Минэнерго, данная процедура поможет увеличить вложения в распределительный сетевой комплекс за счет оптимизации издержек и синхронизации инвестпрограмм и ускорит процедуру снятия ограничений по техприсоединениям.

О готовности поддержать сделку заявил и замглавы ФАС А. Голомолзин. По его словам, несмотря на то, что пока ходатайства на объединение не поступало, ФАС не возражает против возможного объединения деятельности Холдинга МРСК и ФСК на федеральном и региональном уровнях. «У ФАС нет возражений по подобного рода сделкам. Она в принципе может рассматриваться в контексте предложений по улучшению ситуации на рынке электроэнергии в целом», - сказал он. В то же время А. Голомолзин признал, что пока остается ряд вопросов, которые необходимо решить перед объединением компаний, в том числе «последней мили».

Как стало известно впоследствии, Холдинг МРСК и ФСК могут быть объединены в Национальную сетевую компанию (НСК), о чем сообщил Интерфаксу И. Сечин. Таким образом, отметили отраслевые аналитики, речи о передаче Холдинга МРСК в управление уже не идет. В свою очередь, как заявил новый глава Минэнерго, министерство считает целесообразным объединение ФСК и Холдинга МРСК, в то же время вопрос о переходе компаний на одну акцию пока остается открытым.

Наконец, по появившейся в конце мая информации, консолидация сетевых активов в НСК будет происходить на основе «дочки» Роснефтегаза. В дополнение к этому, как сообщили Ведомости, правительство может обязать госкомпанию ТЭК провести допэмиссию в пользу Роснефтегаза – как полагают эксперты, речь, в первую очередь, идет об ФСК и Холдинге МРСК, которые становятся заложниками спекуляций в отношении коэффициентов конвертации и рисков размытия долей миноритариев.

Дополнительным негативом для ФСК и Холдинга МРСК стало заявление главы ФСК о том, что консолидированная компания может в течение трех лет работать с тарифами на уровне инфляции, а затем – на уровне 75% ИПЦ.

Помимо этого, давление на распределительные компании в отчетном периоде оказал очередной перенос сроков принятия решений по «перезагрузке» РAB-регулирования для электросетей с 1 июля на 1 ноября, а также решения ФСТ по тарифам для ряда регионов, которые оказались ниже ожиданий экспертов.

Прочие новости включали следующую информацию:

- Издание Коммерсант, обратив внимание на отчетность энергокомпаний по итогам I квартала, отметило существенное снижение выручки и чистой прибыли вследствие падения цен на оптовом рынке электроэнергии и предвыборных мер по торможению роста конечных цен для потребителей. По мнению аналитиков, цитируемых газетой, в течение года энергетики постараются нивелировать негативный эффект первого квартала, но результаты все равно могут оказаться хуже прошлогодних.
- По данным Росстата, потребление электроэнергии в январе-апреле 2012 года выросло на 2%, в апреле – снизилось на 0,4%. Как отметили эксперты Атона и Альфа-банка, апрельский показатель значительно уступает результатам I квартала, что является несколько неблагоприятным для электроэнергетических компаний, однако подобная динамика объясняется теплой погодой и является разовым событием.
- Согласно сообщениям СМИ, правительство утвердило новые правила розничного рынка электроэнергии, в которых сохранились все основные положения, обсуждавшиеся в процессе их разработки: упрощение смены сбытовой организации для потребителя, ликвидация перепродавцов – ГП второго уровня, введение новой методики расчета за мощность, которая предоставляет потребителям дополнительные стимулы для экономии, ужесточение платежной дисциплины. Кроме того, председатель правительства поручил проработать вопрос о создании единого финансово-расчетного центра для передачи ему функции сбора платежей с потребителей и распределения средств между энергокомпаниями. Как напомнил Интерфакс, в качестве организаций, которые могли бы получить эти полномочия, назывались ВБРР, а также дочерняя компания НП «Совет рынка» - Регистратор.
- Правительство РФ утвердило конкурентный отбор мощности (КОМ) на 2014-2017 гг., который пройдет до 15 сентября 2013 года, а также проведение КОМ с поставкой на один – 2013 год – до 15 сентября текущего года. Ранее, напомнил Интерфакс, в качестве одного из вариантов развития энергорынка рассматривался переход на одноставочное ценообразование, что означало бы фактическую отмену КОМ.

Рынок акций распределительных компаний

Динамика акций распределительных компаний в целом выглядела существенно хуже динамики отраслевого МисехPWR – индекс Сети потерял 28,5%, тогда как МисехPWR снизился на 21,3%.

Основными факторами давления на компании распределителя в отчетном периоде выступали новости, касающиеся консолидации сетевых активов в лице ФСК и Холдинга МРСК, а также информация по тарифным решениям для компаний распределителя. При этом в первые дни месяца новостной фон, включавший отчетность распределительных компаний за I квартал 2012 года по РСБУ и 2011 год по МСФО, выглядел достаточно спокойно.

Отчетность компаний

Что касается квартальных результатов по РСБУ, Холдинг МРСК, МРСК Северо-Запада, МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья, МРСК Сибири и МРСК Урала отчитались ожидаемым снижением чистой прибыли, Ленэнерго получило чистый убыток, а чистая прибыль МРСК Волги выросла в 2,3 раза.

В свою очередь, комментируя годовую отчетность по МСФО МРСК Урала, аналитики отмечали, что представленные показатели являются ненадежной основой для прогноза будущей прибыли МРСК ввиду ожидаемых изменений RAB-параметров.

Консолидация сетевых активов

Начало резкого падения котировок распределительных компаний пришлось на вторую декаду мая под давлением новости о передаче Холдинга МРСК в управление ФСК, крайне негативно воспринятой отраслевыми экспертами.

Как отмечали аналитики, объединение магистральных и распределительных сетей фактически означает сворачивание реформы сетевого хозяйства и вероятное затягивание приватизации. Кроме того, по словам экспертов, процесс объединения займет продолжительное время, в течение которого неопределенность будет сохраняться, оказывая давление на сектор.

«Упразднение структуры Холдинга МРСК, на наш взгляд, может привести к затягиванию процесса «перезагрузки» RAB-регулирования. Мы полагаем, что для менеджмента Холдинга вопрос сохранения RAB в большинстве регионов являлся более принципиальным, нежели для ФСК», - добавили в JP Morgan.

Кроме того, эксперты, обращая внимание на тот факт, что механизма функционирования объединенной структуры пока нет, рассуждали о неоднозначных последствиях реализации различных сценариев развития событий для отдельных МРСК. В их числе аналитики рассматривали (1) временное сохранение холдинга как управляющей компании, координируемой ФСК, с последующей подготовкой плана реформирования и (2) присоединение всех или некоторых, наиболее «проблемных» РСК к ФСК с параллельной приватизацией остальных РСК и ликвидацией Холдинга. При этом в целом вероятность реализации наиболее благоприятного сценария экспертами оценивается как невысокая.

Между тем усилению распродаж в середине месяца способствовала информация Интерфакса со ссылкой на и.о. вице-премьера И.Сечина о том, что Холдинг МРСК и ФСК предполагается объединить в Национальную сетевую компанию (НСК). По сообщению Интерфакса, ФСК уже подала соответствующее ходатайство в ФАС.

При этом, как уточнил Коммерсант, в качестве одного из основных вариантов объединения сетевых активов рассматривается возможность внесения госпакета холдинга в уставный капитал ФСК с оплатой его акциями ФСК. По информации издания со ссылкой на источник в холдинге, независимо от слияния, *«все основные стратегические подходы МРСК сохраняются, в том числе к приватизации».*

Впрочем, последовавший за данным сообщением указ президента о включении госдоли Холдинга в перечень стратегических активов заставил аналитиков усомниться в перспективах приватизации МРСК, несмотря на то, что формально отдельные распределительные компании и не были в нем указаны.

Не смогло стать позитивом и сообщение о рекомендации Минэкономразвития включить МРСК в новый правительственный список по приватизации. Как отметили в БКС, эта информация лишь подчеркивает разницу в позициях министерства и администрации президента.

Дополнительное давление оказало заявление главы ФСК О. Бударгина о том, что консолидированная компания в течение трех лет сможет работать в условиях тарифов, привязанных к уровню потребительской инфляции. В дальнейшем ФСК, по словам главы компании, способна функционировать даже в условиях более низкого тарифа относительно инфляции – на уровне до 75% ИПЦ.

Наконец, как стало известно в конце мая, в рамках создания НСК Холдинг МРСК и ФСК могут быть консолидированы на основе «дочки» Роснефтегаза, который, согласно другому подписанному накануне указу президента получил возможность принимать участие в докапитализации компаний ТЭК.

Тарифные решения

Новости по тарифному регулированию, дополняя насыщенную для распределителя информационную картину, также оказывали давление на котировки компаний на протяжении всего месяца.

Во-первых, негативом для распределителя в начале мая стала информация Интерфакса о том, что ФСТ может отказать в согласовании долгосрочных параметров RAB-регулирования для МОЭСК, Ленэнерго, Кубаньэнерго и ряда филиалов МРСК Центра и Приволжья и МРСК Северного Кавказа из-за отсутствия утвержденных инвестпрограмм до 2018 года. Впрочем, впоследствии негатив данной новости был снят утверждением Минэнерго соответствующих инвестпрограмм на 2012-2017 гг.

Во-вторых, как сообщил Коммерсант в середине месяца, и.о. вице-преьера И. Шувалов поручил перенести срок «перезагрузки» RAB для электросетей с 1 июля на 1 ноября в ответ на обращение главы ФСК О. Бударгина, попросившего «*придержать индексацию тарифов во избежание «несбалансированных решений»*».

Одновременно, по информации Коммерсанта, И. Шувалов фактически отменил возможный перевод ряда РСК с RAB-тарифов на индексацию НВВ – теперь этот механизм решено применять только в «исключительных случаях».

Комментировавшие эту информацию отраслевые аналитики разошлись в оценках ее влияния на распределителя. С одной стороны, как полагают некоторые эксперты, принятые меры помогут снизить вероятность масштабного перехода МРСК с RAB-регулирования на метод индексации тарифов, с другой, уверены аналитики, они продлят неопределенность с долгосрочными параметрами регулирования.

Наконец, в конце отчетного периода ФСТ утвердила RAB-тарифы для ряда регионов, оказавшиеся ниже рыночных ожиданий. Как отметили в ВТБ Капитале, это влечет за собой риски того, что EBITDA по данным регионам может оказаться ниже текущих прогнозов. В то же время, в Тройке Диалог сообщили, что, во-первых, утвержденные ФСТ темпы индексации тарифов учитывают рост тарифов региональных ТСО, во-вторых, «*более низкие темпы роста тарифов могут быть компенсированы за счет сокращения инвестпрограммы*».

Прочие новости

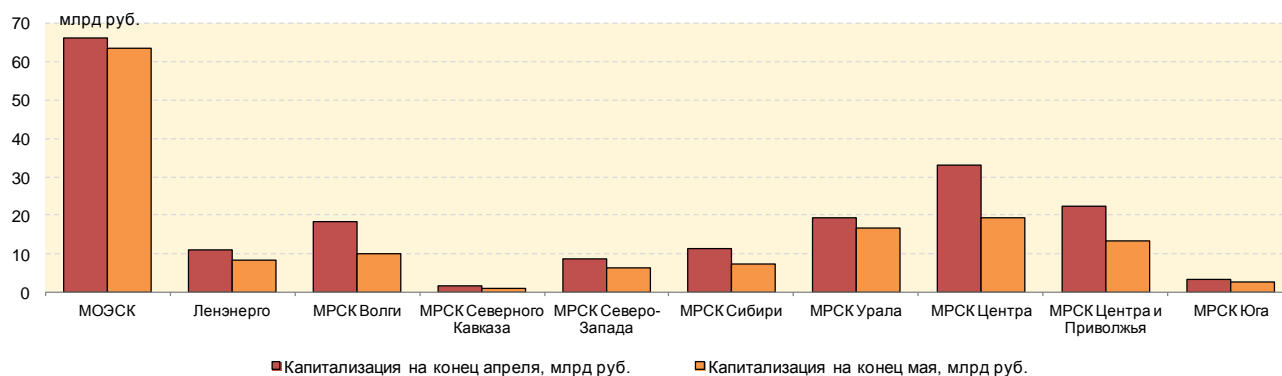
Другие новости в мае включали следующую информацию:

- сообщение Ведомостей о том, что отмена льгот по налогу на имущество инфраструктурных монополий может быть частично компенсирована за счет

увеличения тарифов. При этом, по расчетам Deutsche Bank, потери Холдинга МРСК в результате отмены льгот могут составить 5 млрд руб. в 2012 году и 10 млрд руб. – в 2013 году, что в условиях сдерживания роста тарифа, полагают эксперты, будет компенсировано за счет сокращения регулятором подконтрольных затрат компании.

- информацию Интерфакса, согласно которой МРСК Сибири подало в Арбитражный суд Красноярского края три иска к Красноярскому алюминиевому заводу РусАла о взыскании «неосновательного обогащения за фактически оказанные услуги по передаче электроэнергии в январе-марте 2012 года» на сумму около 2 млрд руб.;
- заявление главы ФАС И. Артемьева о том, что ФАС в настоящий момент готовит документы для обращения в суд с целью дисквалификации не только главы МОЭСК, но и менеджмента компании.

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



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

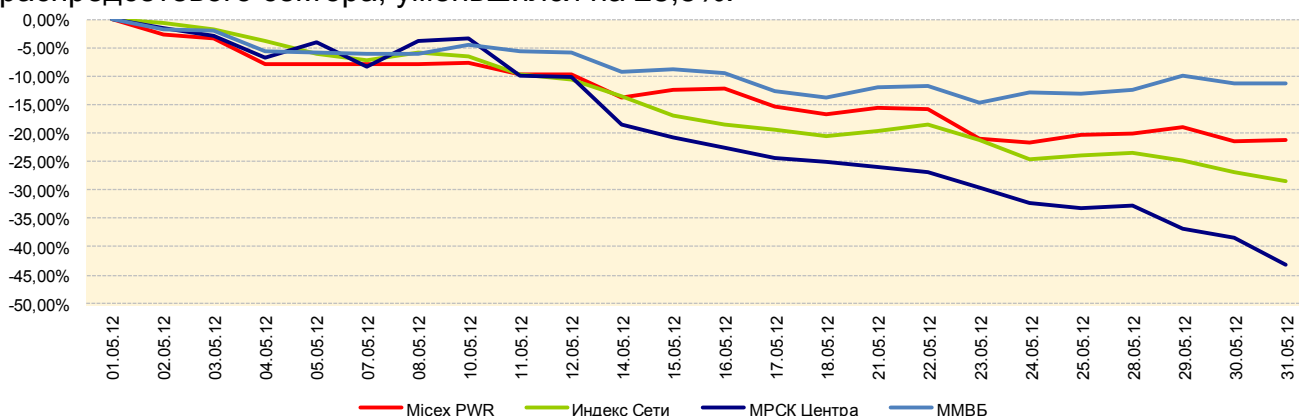
По итогам мая акции МРСК демонстрировали негативную динамику на негативном новостном фоне.

Значения капитализации МРСК на конец апреля и мая 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 28.04.12	на 31.05.12	
МОЭСК	66,1	63,4	-4,1%
Ленэнерго	11,0	8,2	-25,1%
МРСК Волги	18,2	9,8	-46,0%
МРСК Северного Кавказа	1,6	1,1	-32,4%
МРСК Северо-Запада	8,5	6,3	-26,4%
МРСК Сибири	11,3	7,4	-34,7%
МРСК Урала	19,2	16,6	-13,8%
МРСК Центра	32,9	19,4	-41,0%
МРСК Центра и Приволжья	22,4	13,3	-40,7%
МРСК Юга	3,3	2,6	-21,2%

Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением котировок на 43,2% по ценам последних сделок на ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, уменьшился на 28,5%.



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

На протяжении первой половины месяца акции компании смотрелись в целом сопоставимо с рынком электроэнергетики и индексом Сети, во второй же половине мая бумаги компании продемонстрировали опережающую негативную 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	1 969	88 737 000	55,1

На объединенной площадке ММВБ-РТС в основном режиме торгов оборот по акциям МРСК Центра составил около 89 млн шт. или 0,21% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам в мае по сравнению с предыдущим месяцем снизился на 10%, количество сделок уменьшилось на 13% по сравнению с апрелем. Среднедневной объем торгов составил около 3,8 млн шт. – в целом на уровне показателя прошлого месяца.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд¹ вырос с 0,35% до 1,34%. Максимальный спрэд за период достигал 7,55% (8 мая), а минимальное значение спрэда составило 0,01% (2 мая).

Основным новостным фоном для МРСК Центра в мае выступали информационные сообщения, касавшиеся приватизации госактивов, консолидации сетей на базе Национальной сетевой компании (НСК), указов президента по компаниям отрасли, а также переноса срока «перезагрузки» РAB с 1 июля на 1 ноября и согласования ФСТ темпов роста тарифов ряду регионов РФ.

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):

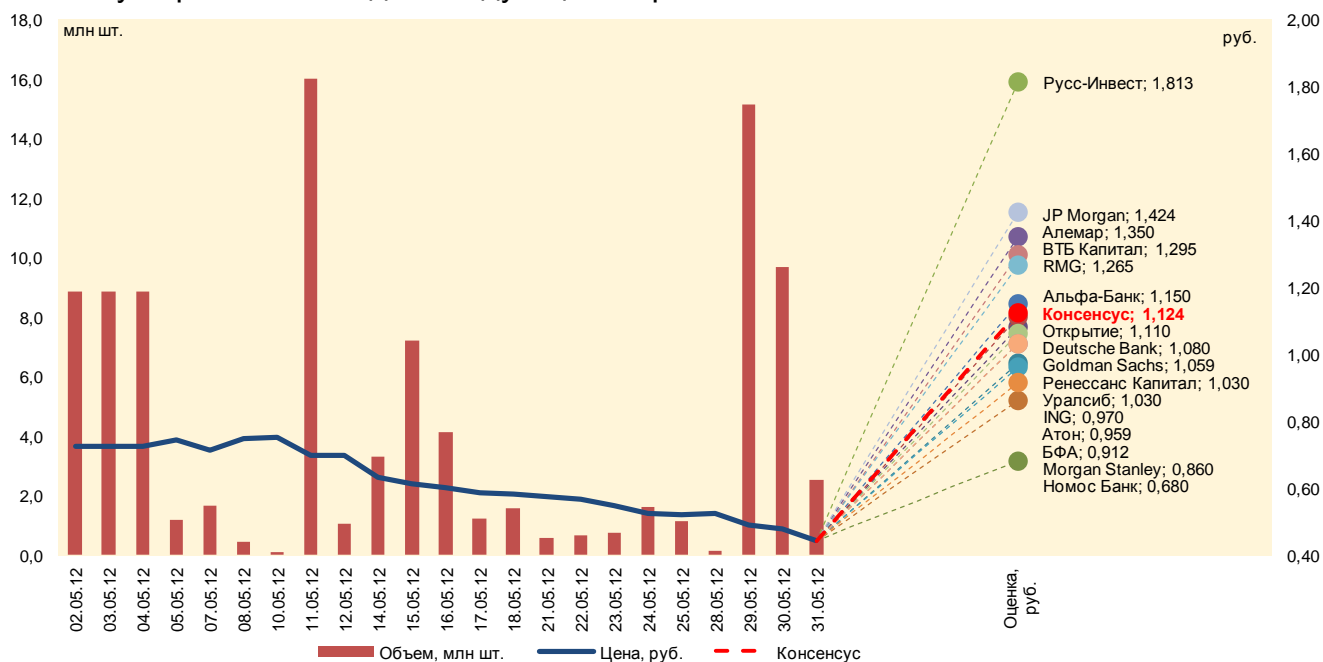
Компания	Аналитики	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекоменда- ция ⁴
		\$	руб. ²			
<i>Оценки в рублях</i>						
1 Deutsche Bank	Булгаков	0,037	1,080	145%	16.02.2012	покупать
2 ING	Гончаров	0,033	0,970	120%	19.12.2011	покупать
3 Morgan Stanley	Кузьмин	0,029	0,860	95%	11.11.2011	equal-weight
4 Альфа-Банк	Корнилов, Кулиева	0,039	1,150	161%	17.10.2011	выше рынка
5 Открытие	Бейден, Паламарчук	0,038	1,110	152%	11.10.2011	покупать
6 Русс-Инвест	Аналитическая команда	0,062	1,813	312%	29.03.2011	-
7 Алемар	Домнич	0,046	1,350	207%	28.03.2011	держать
<i>Оценки в долларах США</i>						
8 Goldman Sachs	Лукина, Дегтярев	0,036	1,059	141%	31.05.2012	покупать
9 Номос Банк	Лямин	0,0231	0,680	54%	24.05.2012	держать
10 Ренессанс Капитал	Скляр, Weaving	0,035	1,030	134%	27.04.2012	покупать
11 Уралсиб	Тайц, Рубинов	0,035	1,030	134%	19.04.2012	покупать
12 Атон	Купреев, Евстратенков	0,0326	0,959	118%	16.03.2012	покупать
13 БФА	Аналитическая команда	0,031	0,912	107%	28.02.2012	-
14 RMG	Доронин	0,043	1,265	188%	13.02.2012	покупать
15 ВТБ Капитал	Расстригин, Селезнев	0,044	1,295	194%	28.11.2011	покупать
16 JP Morgan	Аринин, Тимохова	0,0484	1,424	224%	03.12.2010	neutral
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>						
17 Тройка Диалог ¹		0,039-0,063			10.02.2012	-
18 Метрополь				Пересмотр		
19 ТКБ Капитал				Пересмотр		
20 Газпромбанк				Пересмотр		
21 БКС				Пересмотр		
Консенсус		0,038	1,124	155%		
Текущая цена ³			0,44			

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 31.05.12 г.;
3. Последняя цена на ММВБ 31.05.12 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 1,124 руб. за акцию, что предполагает потенциал роста 155%. За прошедший месяц потенциал роста вырос на 106 п.п. в основном за счет снижения котировок компании.

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



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

● С целью отражения возросшей неопределенности эксперты Номос-банка повысили WACC для МРСК Центра с 16,5% до 17,9%, что привело к снижению оценки акций компании на 37,6%, с \$0,037 до \$0,0231 за штуку, а также рекомендации – с «покупать» до «держать».

● Между тем Goldman Sachs провел переоценку сектора, заменив мультипликатор EV/RAB 2012П на DCF в предположении, что RAB-регулирование «не работает», а следовательно не является надежной базой для прогноза, а также включив в свои модели обновленные данные по инвестпрограммам и МСФО 2011 г.

В результате аналитики рекомендовали «покупать» акции МРСК Центра с целевой ценой \$0,036 за бумагу, что на 16% ниже предыдущей оценки экспертов – \$0,043, но, тем не менее, предполагало 122%-ный потенциал роста котировок на дату публикации отчета.

При этом в инвестбанке отметили, что в условиях неопределенности вокруг перспектив Холдинга МРСК отдельные распределительные компании, в том числе МРСК Центра, выглядят более привлекательно с точки зрения инвестирования.

● Наконец эксперты БКС поместили на пересмотр акции всех покрываемых электроэнергетических компаний, в том числе и распределительных. По словам аналитиков, учитывая все большую призрачность перспектив «потепления» в регуляторном режиме сектора и высокий износ, подразумевающий необходимость сохранения значительных объемов инвестпрограмм, в среднесрочной перспективе возможно усиление неопределенности в отношении сектора электроэнергетики.

Приложение – комментарии аналитиков

Основные новости компаний распределителя, касающиеся МРСК Центра, прокомментированные отраслевыми аналитиками в мае, представлены в хронологическом порядке:

1. Президент поручил до октября 2012 г. подготовить список госкомпаний для приватизации;
2. Холдинг МРСК может быть передан в управление ФСК;
3. Холдинг МРСК и ФСК могут быть объединены в Национальную сетевую компанию;
4. По сообщению Коммерсанта, ФСК может получить операционный контроль в Холдинге МРСК;
5. По информации Коммерсанта, срок «перезагрузки» RAB перенесен с 1 июля на 1 ноября;
6. Президент РФ подписал указ о включении Холдинга МРСК в список стратегических предприятий;
7. Президент подписал указ, позволяющий Роснефтегазу инвестировать в госкомпаниях энергосектора, подлежащие приватизации;
8. Новый министр энергетики поддерживает передачу Холдинга МРСК под управление ФСК;
9. По сообщению Интерфакса, Минэкономразвития направило в правительство предложение о приватизации госдолей на ближайшие 3-5 месяцев;
10. По информации Коммерсанта, Холдинг МРСК и ФСК могут быть консолидированы на базе «дочки» Роснефтегаза;
11. Э. Набиуллина сделала ряд заявлений по приватизации госкомпаний;
12. ФСТ согласовала темпы роста тарифов ряда регионов РФ.

<i>10 мая – Президент поручил до октября 2012 г. подготовить список госкомпаний для приватизации</i>		
БКС	-	<p>Приватизация только несырьевых компаний из конкурентных секторов. Президент РФ Владимир Путин поручил премьер-министру Дмитрию Медведеву до октября 2012 г. составить список госкомпаний для приватизации, пишут Ведомости. При этом приватизированы могут быть только несырьевые компании из конкурентных секторов. Других деталей представлено не было.</p> <p><u>Потенциально негативно для МРСК.</u> На наш взгляд, решение предполагает, что МРСК, которые относятся к неконкурентному сектору, могут быть исключены из плана приватизации. Таким образом, новость потенциально негативна для МРСК, т.к. динамика акций сектора с начала года была частично связана с ожиданиями приватизации. До появления новых деталей мы подтверждаем наши рекомендации для сектора МРСК.</p>
<i>11 мая – Холдинг МРСК может быть передан в управление ФСК</i>		
Deutsche Bank	-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Как сообщили Интерфакс и РБК Daily, Холдинг МРСК будет передан в управление ФСК. Таким образом, будущее Холдинга МРСК оказывается под вопросом. Мы полагаем, тем не менее, что он останется самостоятельной компанией. Мы считаем, что полная консолидация Холдинга МРСК и ФСК на данном этапе невозможна ввиду ряда сложностей и длительности корпоративных процедур.</p> <p><u>С фундаментальной точки зрения мы не видим в новости значимых изменений для Холдинга МРСК,</u> чья стоимость складывается из отдельных распределительных компаний. Тем не менее, рост неопределенности и отсутствие стратегии могут быть негативно восприняты инвесторами. Напомним, что ранее ФСК управляла МРСК, однако на тот момент глава РАО ЕЭС России А. Чубайс настоял на разделении двух бизнесов: передачи и распределения. Логика подобного шага состояла в необходимости децентрализации, разделения компетенций.</p>

		<p>Наконец, стоит отметить, что приватизацию МРСК значительно проще осуществлять на уровне Холдинга МРСК, нежели ФСК.</p> <p>Вместе с тем судьба приватизации отдельных МРСК остается неясной – идея объединения сетевого хозяйства под одной (государственной) крышей в принципе противоречит идеи децентрализации и участия частного капитала. Мы считаем, что спешка и отсутствие публичных обсуждений всех планируемых нововведений являются негативными факторами.</p>
Goldman Sachs	-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Деталей дальнейшей интеграции двух компаний представлено не было. Учитывая низкую степень предсказуемости дальнейшего развития событий в сетевом сегменте, мы полагаем, что последнее решение правительства увеличивает специфические риски и риски для миноритариев ФСК и Холдинга МРСК, что является негативным для их акций.</p>
JP Morgan	-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Мы полагаем, что подобное решение в краткосрочной перспективе может привести к росту неопределенности для акционеров Холдинга МРСК и увеличить риск неблагоприятных регуляторных решений для отдельных МРСК.</p> <p>Стоит, правда, отметить, что консолидация ФСК и МРСК может быть и привлекательной – в случае решения с ее помощью проблемы «последней мили» и улучшения финансирования отдельных распределительных компаний. С другой стороны, данное решение ставит под вопрос перспективы приватизации МРСК.</p> <p>Кроме того, роспуск топ-менеджмента Холдинга МРСК, как мы полагаем, может замедлить принятие ключевых решений по «перезагрузке» РАВ. По нашему мнению, в случае смены команды в холдинге большее количество регионов может вернуться на индексацию. Мы считаем, что менеджмент Холдинга МРСК являлся принципиальной силой, лоббирующей РАВ-регулирование в МРСК, в то время как для ФСК эта цель может быть гораздо менее значимой.</p>
Merrill Lynch	-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Новость о принятии правительством решения передать Холдинг МРСК в управление ФСК (РБК Daily), на наш взгляд, является негативной для обеих компаний. Данная инициатива, в случае ее материализации, внесет существенные негативные коррективы в инвестиционные кейсы обеих компаний (высоких темпов роста тарифа для ФСК и приватизации для МРСК).</p>
UBS	-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>В настоящий момент не ясно, станет ли передача Холдинга МРСК в управление ФСК предвестником полного слияния двух компаний, однако данная ситуация может положить начало сворачиванию реформы электроэнергетики. При этом слияние сегментов по передаче и распределению электроэнергии, на наш взгляд, не решит всех проблем, остро стоящих в секторе в настоящее время.</p> <p>Что касается миноритарных акционеров Холдинга МРСК, новость может означать перенос сроков или полный отказ от приватизации. Кроме того, исчезнет текущий 33%-й дисконт Холдинга МРСК к сумме частей в случае ликвидации компании.</p>
Unicredit	=/-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Признание правительством того факта, что Холдингу МРСК не удалось решить всех проблем в распределительном секторе подтверждает нашу рекомендацию «продавать» акции компании. Между тем слияние сегментов по передаче и распределению электроэнергии может в некоторой мере способствовать ослаблению давления на обе компании со стороны тарифов, учитывая тот факт, что создание объединенной компании может решить проблему перекрестного субсидирования.</p> <p>Стоит отметить, что окончательного решения относительно слияния двух сегментов в правительстве еще не принято. Тем не менее, текущая информация ставит под вопрос перспективы существования Холдинга МРСК как компании, поскольку его главная функция управления отдельными распределителями и координация их работы фактически утратит свой смысл в результате передачи ФСК контроля в секторе.</p>
Альфа-банк	-	<p>По сообщению различных источников СМИ, обсуждается переход Холдинга МРСК под руководство Федеральной сетевой компании, при этом гендиректор Холдинга МРСК, Николай Швец покинет свой пост. Причиной данного решения</p>

		<p>стало то, что Холдингу не удалось решить такие проблемы МРСК, как перекрестное субсидирование, приватизация, вопрос «последней мили» и т.д. В результате, Холдинг может прекратить свое существование, а будущее МРСК еще предстоит определить специальной группе, возглавляемой Андреем Шишкиным, замглавой Минэнерго. Также издания предполагают, что правительство не исключает потенциального слияния МРСК и Федеральной сетевой компании.</p> <p>Мы считаем, что новость имеет <u>умеренно НЕГАТИВНЫЕ</u> последствия для акционеров Холдинга МРСК. Неясно, как поступят с акционерами в результате данной сделки, при этом идея о ликвидации Холдинга несет серьезную угрозу для его акционеров. Нет необходимости говорить, что такие новости лишь усугубляют риски в отношении Холдинга, связанные с сохраняющейся неопределенностью в отношении тарифного регулирования. Кроме этого, нас беспокоит то, как данная сделка отразится на планах приватизации МРСК. Очевидно, что идея слияния МРСК с ФСК не укладывается в планы приватизации МРСК. <u>Мы ожидаем негативной реакции рынка в отношении акций Холдинга МРСК.</u></p> <p>Мы ждем прояснения деталей данной сделки, которые, на данный момент, являются очень важными катализаторами, как для ФСК, так и для Холдинга МРСК.</p>
ВТБ Капитал	=	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Учитывая отсутствие ясности в стратегии правительства относительно будущего Холдинга МРСК, наиболее вероятными нам представляются следующие сценарии.</p> <p>Первый предполагает, что правительство вернется к идее слияния Холдинга МРСК и ФСК в единую компанию. Такое развитие событий несет в себе риски неблагоприятных коэффициентов обмена как для Холдинга МРСК, так и для ФСК. Более того, данной сделке вряд ли удастся решить проблему «последней мили» (одну из основных в секторе в настоящий момент).</p> <p>Лучшим и наиболее позитивным развитием событий, на наш взгляд, представляется реализация сценария последующей реструктуризации Холдинга МРСК с ускорением процесса приватизации отдельных распределительных компаний. Вместе с тем наиболее проблемные регионы (Сибирь и Северный Кавказ) могут перейти к ФСК.</p>
Атон	-	<p>В случае подтверждения этой информации, мы считаем, что она создаст значительные риски, связанные с потерей стоимости для акционеров Холдинга МРСК. На наш взгляд, данное решение имеет неоднозначные последствия для отдельных МРСК: с одной стороны, ФСК ЕЭС может попытаться извлечь стоимость из МРСК (негативный эффект). С другой стороны, расходы, связанные с деятельностью Холдинга МРСК, будут упразднены, и ФСК ЕЭС может ускорить процесс приватизации МРСК (положительный эффект). Таким образом, мы считаем данную новость <u>негативной для Холдинга МРСК и смешанной для отдельных МРСК.</u></p>
БКС	-	<p>По нашему мнению, новость <u>негативна для Холдинга МРСК</u>, т.к. создает риск ликвидации Холдинга без адекватной компенсации его акционерам. Новость также <u>потенциально негативна для МРСК в краткосрочной перспективе</u>, т.к. создает неопределенность для сектора. В настоящий момент, на наш взгляд, новость нейтральна для ФСК.</p>
Тройка Диалог	=/-	<p>Данная новость может негативно отразиться на отношении рынка к акциям Холдинга МРСК, так как увеличивается неопределенность. Впрочем, <u>влияние на оценку акций Холдинга МРСК будет зависеть от условий сделки.</u> Если Холдинг МРСК перейдет под управление ФСК ЕЭС (без упразднения его структуры), то новость должна быть нейтральной для его акций – речь идет всего лишь об изменении структуры государственных активов. Если же будет принято решение о ликвидации Холдинга МРСК с передачей его базовых активов (МРСК) в руки ФСК ЕЭС, то динамика котировок будет опять же зависеть от условий этого процесса. Если миноритарии Холдинга МРСК получат «корзину» МРСК, то текущий 25%-й дисконт рыночной стоимости холдинга к его оценке, рассчитанной методом суммы составных частей должен исчезнуть. Однако не стоит забывать, что акции отдельных МРСК менее ликвидны. Так или иначе, окончательное решение по этому вопросу будет принято уже новым составом правительства, и пока еще неизвестно, состоится</p>

		<p>ли вообще данная сделка.</p> <p>Смена руководства холдинга (если это будет подтверждено) происходит, на наш взгляд, параллельно со сменой правительства. Также остается неясным, как состоится передача распределителей к ФСК (смена собственника или просто передача под управление), но мы считаем, что смена контролирующего акционера менее вероятна. Более важно, что новое правительство должно быть более склонно к приватизациям в секторе и процесс приватизации МРСК продолжится, даже если под началом ФСК.</p>
Уралсиб	=	<p>Ставка на потенциальную консолидацию активов. Хотя полной уверенности в том, что консолидация состоится, пока нет, участники рынка теперь будут учитывать ее вероятность в котировках. По нашему мнению, в качестве ориентира при прогнозировании коэффициентов обмена лучше всего использовать оценки недавних доразмещений Холдинга МРСК (3,08 руб./акция, 27-процентная премия к текущей рыночной цене) и ФСК (0,5 руб./акция, 101-процентная премия). В соответствии с этими оценками акции ФСК выглядят более привлекательными, чем Холдинга МРСК. Тем не менее, лучшей стратегией, с нашей точки зрения, сейчас является парная торговля (длинная позиция в бумагах ФСК, короткая – в акциях Холдинга МРСК), поскольку объединение может привести к существенным изменениям в бизнес-моделях компаний, что создает риски для акционеров.</p> <p>Несколько причин для централизации управления. Напомним, что ФСК уже управляла распределительным сектором – в 2007–2008 гг., до формирования Холдинга МРСК. Последний с самого начала создавался как временная структура, однако должен был просуществовать до завершения приватизации региональных распределительных компаний. Поскольку приватизации пока не было, передача Холдинга МРСК под управление ФСК <u>означает изменение планов реформирования сектора</u>. Это изменение, на наш взгляд, вызвано обеспокоенностью правительства в связи с текущей деятельностью холдинга. Причины этой обеспокоенности могут быть следующие.</p> <p>Темпы повышения тарифов в результате запуска в 2011 г. системы RAB-регулирования оказались неприемлемыми для некоторых категорий потребителей и политического руководства страны.</p> <p>Эффективность инвестиций остается низкой, а потребности в дополнительных капзатратах в 2017–2015 гг. по-прежнему огромны и составляют около 30 млрд долл.</p> <p>Существует проблема «последней мили»: переход крупных потребителей МРСК на прямые контракты с ФСК дестабилизирует финансовое положение распределительных компаний, что, в свою очередь, создает риск перебоев в энергоснабжении.</p> <p>Риски размывания долей увеличились. Мы считаем, что централизация инвестпрограмм сопряжена с рядом рисков. Так, она упрощает процесс прямого госфинансирования новых проектов посредством доразмещения акций, а такие доразмещения могут размывать доли миноритариев. В частности, существует риск, что денежные средства, аккумулированные в ходе SPO и направленные на реализацию инвестпрограмм, не будут включены в расчет базы активов и в дальнейшем не будут способствовать росту денежных потоков.</p>
Газпромбанк	-	<p>Мы расцениваем новость о передаче Холдинга МРСК в управление ФСК с последующей вероятной его ликвидацией как <u>негатив для котировок его акций</u>. Очевидно, что правительство недовольно его работой и не видит смысла в его существовании. Учитывая отсутствие ясной схемы реорганизации холдинга, мы видим риски для миноритарных акционеров – пока не ясно, что они получат в обмен на свои акции. Мы ожидаем, что в связи с реорганизацией холдинга акции миноритарных акционеров могут быть выкуплены. Что касается влияния данного решения на ФСК, то его также пока затруднительно оценить однозначно в силу отсутствия понятной схемы, но скорее всего оно может быть воспринято рынком позитивно.</p>
ТКБ Капитал	-	<p>Объединение на базе ФСК чревато затягиванием приватизации. <u>Мы оцениваем новость негативно, поскольку объединение магистральных и распределительных сетевых активов на базе ФСК означает сворачивание реформы сетевого хозяйства и как минимум затягивание процесса приватизации и, возможно, даже его прекращение</u>. Однако поскольку детали передачи на текущий момент неизвестны, точно также как и сама стратегия</p>

		<p>развития сетевого сегмента, то оценить влияние данной новости на котировки сетевых компаний проблематично. Такой сценарий развития событий может быть наиболее благоприятным для проблемных активов распределительного сегмента, таких как МРСК Сибири (MRKS) и МРСК Северного Кавказа (MRKK).</p> <p>На наш взгляд, наиболее вероятный сценарий передачи – внесение Холдинга МРСК через допэмиссию ФСК. Кроме этого, мы полагаем, что передача распределительного сегмента в управление ФСК увеличивает вероятность введения единого сетевого тарифа без разделения на транспортировку и распределение, поскольку только такой шаг позволит решить проблему перекрестного субсидирования. По нашим оценкам, реализация схемы по консолидации сетевого сегмента увеличивает вероятность отмены RAB-регулирующего для МРСК или очередного переноса утверждения его параметров. Скорее всего, новость будет негативно воспринята инвесторами в случае ФСК, при этом возможна активизация спекулятивной активности в бумагах наиболее проблемных распределительных компаний, таких как МРСК Сибири и МРСК Северного Кавказа. Данная сделка также может поставить под удар выкуп пакетов Кубаньэнерго и Томской РСК Холдингом МРСК у структур Роснефти, что снижает вероятность выставления оферты миноритарным акционерам данных сетевых компаний.</p>
<p>Номос-банк</p>	<p>=/-</p>	<p>В целом новость об объединении <u>негативна для котировок компаний</u>, что мы связываем с двумя факторами: во-первых, объединение сетевого комплекса фактически означает сворачивание реформы электроэнергетики; во-вторых, процесс объединения займет продолжительное время, в течение которого неопределенность будет сохраняться. Впрочем, приводимые в газете сроки обсуждения нового вектора развития сетевых компаний совпадают с началом коррекции акций сетевого комплекса. На этом фоне мы полагаем, что <u>в настоящее время акции компании уже отыграли обсуждаемые планы</u>. Дальнейшее влияние на акции компаний будет зависеть от выбора схемы консолидации. Можно рассмотреть три основных сценария:</p> <p>Сохранение текущей структуры отрасли. Мы полагаем, что данная схема наиболее благоприятная для акционеров всех компаний сетевого комплекса. Хотя реализация ее наименее вероятна. Фактически будет подтверждено сохранение курса реформы. Подготовка тарифных решений, намеченная на июнь, может вернуть спрос в акции компаний.</p> <p>Присоединение РСК к ФСК и ликвидация Холдинга. С точки зрения ФСК присоединение МРСК негативно для оценки стоимости Федеральной сетевой компании, так как региональные сети исторически торгуются с более низкими коэффициентами. В дальнейшем у компании могут появиться проблемы с тарифными решениями, что связано с разными подходами к формированию тарифов в ФСТ (для ФСК) и региональных РЭК (для МРСК). В любом случае присоединение не даст быстрого положительного эффекта. «Подвес» масштабного сетевого хозяйства к ФСК явно не будет способствовать ускорению решения проблем РСК.</p> <p>Временное сохранение Холдинга как управляющей компании, координируемой ФСК. Мы рассматриваем данный вариант как основной. Срок жизни Холдинга как компании, по нашему мнению, будет определяться необходимым для подготовки плана реформирования временем. Как и ранее, мы полагаем, что новая реформа сетевого хозяйства будет заключаться в том, что ФСК получит контроль над проблемными РСК, а оставшиеся сетевые компании будут переданы в управление стратегическим инвесторам.</p> <p>Такая структура может быть негативна для владельцев акций Холдинга, которые на время фактически превратятся в акционеров второго уровня. С другой стороны, ликвидация управляющей компании может привести к появлению более высоких цен выкупа акций, чем текущая оценка. Позитив от выбора такого сценария может отразиться и на стоимости некоторых МРСК. В частности, мы думаем, что с наименьшими затратами переданы под управление могут быть МОЭСК, МРСК Центра и Приволжья и МРСК Центра.</p>
<p>Велес Капитал</p>	<p>-</p>	<p>Работа Холдинга МРСК признана неэффективной – управляющей компании не удалось решить ключевые проблемы распределительных структур, прежде всего перекрестного субсидирования и «последней мили», а также приватизации региональных подразделений. Потеря самостоятельности с возможностью последующей ликвидации – негативная новость для Холдинга МРСК. Передача</p>

		МРСК в управление ФСК также может оказать негативное влияние на рентабельность ФСК.
Грандис Капитал	-	Потеря самостоятельности в том или ином виде – <u>плохая новость для фундаментальной стоимости Холдинга МРСК</u> . Однако насколько плохая – можно будет понять лишь после того, как станет известно официальное решение по данному вопросу. Мы полагаем, что фундаментальный смысл в объединении двух компаний с точки зрения государства – это решение проблемы «последней мили». Объединив две компании (на уровне собственности или на управленческом уровне) государство сможет не решать вовсе проблему «последней мили» и перевесить субсидирование потребителей на ФСК, рентабельность которой вполне позволяет это сделать. В этом случае, данная новость плоха и для ФСК, поскольку ее рентабельность пострадает.
RMG	-	Новость <u>негативна для Холдинга МРСК</u> , само существование которого оказывается под вопросом. В то же время его акционеры, возможно, смогут рассчитывать на адекватные коэффициенты обмена в случае объединения с ФСК либо благоприятную цену выкупа в случае ликвидации. Для ФСК новость скорее нейтральна, как так синергия от объединения с сетями низкого напряжения не очевидна, кроме того, МРСК исторически торгуются с более низкими мультипликаторами. Внутри распределительного комплекса внимание инвесторов может переключиться с Холдинга МРСК на наиболее сильные его «дочки» - МРСК Центра и МРСК ЦП.
Энерго-капитал	-	Данное известие <u>резко негативно для сектора</u> . По сути даже передача Холдинга МРСК в управление ФСК противоречит идее реформы энергетики. Так что и до сегмента распределения добрался процесс обратной консолидации активов и пересмотра итогов реформы. Пока рынок руководствуется лишь слухами, оценить фундаментальный эффект для ФСК в условиях отсутствия параметров сделки не видится возможным. Однако, <u>для Холдинга МРСК и дочерних компаний это очевидный негатив</u> : во-первых, подобное решение ставит под сомнение возможность приватизации дочек холдинга. Во-вторых, передача распределительных компаний ФСК может негативным образом отразиться на ряде достигнутых ранее договоренностей, в частности, пересмотру могут быть подвергнуты договоры последней мили, что больно ударит по бизнесу региональных РСК.

14 мая – Холдинг МРСК и ФСК могут быть объединены в Национальную сетевую компанию

		(перевод с английского) Мы рассматриваем данное заявление как <u>несущее в себе риски как для акционеров Холдинга МРСК</u> , так и ФСК ввиду отсутствия деталей по параметрам консолидации. Учитывая растущие риски вокруг гипотетического объединения компаний, не исключено, что недавние массированные распродажи продолжатся. В то же время стоит отметить, что на наш взгляд решение о консолидации сетевых активов еще не является окончательным. Во-первых, для завершения всех корпоративных процедур в рамках слияния потребуется не меньше года, во-вторых, до сих пор остается неизвестным будущий состав правительства, и у новых людей в нем могут быть свои взгляды на будущее сетевого комплекса. Наконец, главным вопросом остается приватизация отдельных МРСК. Мы считаем, что, учитывая поддержку Д. Медведевым данного вопроса, некоторая вероятность приватизации все еще существует. В то же время мы признаем, что логика передачи контроля над сетевым сегментом в одни руки в принципе исключает приватизацию. На наш взгляд, до того момента, как правительство представит четкую стратегию дальнейшего развития ситуации в сетевом комплексе, весь сектор продолжит находиться под давлением. При этом комментарии Минэнерго о том, что слияние способствует оптимизации затрат и стандартизации политики в секторе, выглядят для нас неубедительно.
Deutsche Bank	-	
Альфа-банк	=/-	Обе компании по-прежнему подвергаются отрицательному влиянию негативных настроений вокруг них. При отсутствии какой-либо информации в отношении объединения, акционеры Холдинга МРСК обеспокоены перспективами их акций. В то же время, акционерам ФСК не нравится идея о контроле ФСК за МРСК, которые являются более проблемными и рисковыми, чем высоковольтный сетевой бизнес ФСК. Поэтому многие владельцы акций ФСК, вероятно, в последние дни пытались продать собственные акции. Учитывая отсутствие

		какой-либо новой информации относительно параметров RAB при сохраняющейся неопределенности в отношении перспектив слияния, ситуации с которым вряд ли прояснится в краткосрочной перспективе ввиду формирования нового правительства, мы ожидаем, что <u>обе компании не будут пользоваться благосклонностью инвесторов</u> . На наш взгляд, основными вопросами в отношении слияния Холдинга МРСК и ФСК являются: 1) вопрос об акционерах Холдинга МРСК в ходе слияния (акции какой компании они в итоге получат) и 2) планы приватизации МРСК, которая, очевидно, откладывается.
Атон	-	Хотя на основе заявлений И.Сечина невозможно сделать каких-либо конкретных выводов, его слова, однако, могут означать, что правительство собирается объединить МРСК с ФСК вместо приватизации распределительных компаний. В случае реализации такого сценария акции МРСК лишатся мощного фактора роста, каковым служила перспектива их приватизации. Обращаем внимание, что на данном этапе неясно, выразил ли И.Сечин свою собственную точку зрения или позицию нового кабинета министров. Также нет определенности насчет того, останется ли он в правительстве или займет какую-либо должность с полномочиями принятия решений в отношении сектора электроэнергетики. В целом же <u>озвученная информация неблагоприятна для МРСК</u> , а также для ФСК, поскольку МРСК могут быть не так интересны в качестве объекта приобретения ФСК без перспективы приватизации распределительных компаний.
БКС	=	По нашему базовому сценарию, правительство передаст ФСК свою 56%-ную долю в Холдинге МРСК. Наш анализ показывает, что хотя после консолидации МРСК показатель EBITDA margin ФСК снизится (с 60% до 32-27%), компания останется одним из наиболее прибыльных игроков в отрасли и недооцененных активов в сравнении с иностранными конкурентами. С учетом этого, мы считаем реакцию рынка на новость о вероятной консолидации преувеличенной и сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям ФСК.
Тройка Диалог	-	<p>Не вполне ясно, что именно имел в виду Игорь Сечин: консолидацию Холдинга МРСК и (или) всех МРСК в уставный капитал ФСК ЕЭС или передачу Холдинга МРСК (и всех МРСК) в управление ФСК ЕЭС. Мы ожидаем, что правительство представит подробности сделки к июлю, после перестановок в кабинете. Влияние этого события будет зависеть от условий сделки (сравнительной оценки, если правительство выберет вариант консолидации), но пока <u>неопределенность относительно дальнейшей судьбы Холдинга МРСК, всех МРСК, ФСК ЕЭС будет довлеть над акциями</u>.</p> <p>По нашему мнению, МРСК все равно будут приватизированы. Мы бы предпочли, чтобы Холдинг МРСК был передан в управление ФСК ЕЭС, а не консолидирован. В случае консолидации отдельные МРСК, вероятно, не будут консолидированы в ФСК ЕЭС, т.к. это по сути положило бы конец их приватизации.</p> <p>Ключевым обоснованием предложенной Дмитрием Медведевым приватизации было повышение эффективности. Более года назад Дмитрий Медведев призвал к изменениям в сегменте МРСК (в том числе к приватизации), которые должны были быть осуществлены как можно быстрее, чтобы превратить их из неэффективных в эффективные и оптимизировать активы. Мы полагаем, что эта задача останется на повестке дня нового правительства. Но до этого должен быть завершен перезапуск RAB-системы (до 1 июня или позднее) и установлены тарифы для МРСК на пятилетний период (2012–2017 годы), что устранит нынешнюю неопределенность регулирования. Как только процесс приватизации МРСК завершится, Холдинг МРСК может быть ликвидирован.</p>
Номос-банк	-	<p>Информация об изменении структуры сетевого сектора вызвала негативную реакцию на рынке. Ранее мы рассматривали несколько вариантов развития ситуации, к наиболее негативным относятся объединение ФСК и МРСК. По нашему мнению, в данном случае вместе с ростом рисков установления коэффициентов обмена в рамках объединения будет создана <u>огромная малоэффективная структура</u>.</p> <p>Также на днях появилась информация о рассмотрении возможности вывода сетевого комплекса из-под Минэнерго. Предполагается, что курировать отрасль будет новая структура. Очевидно, что и данная схема не добавит скорости в решение проблем. Создание нового регулятора потребует время, в течение которого в отрасли будет действовать временная схема.</p>

Ренессанс Капитал	-	<i>(перевод с английского)</i> Из последних новостей мы можем сделать вывод, что решение об объединении сетевых активов представляет собой победу краткосрочных политических соображений над долгосрочным «здоровьем» сектора. В целом мы можем заключить, что реформа сектора, начатая в 2003 году, фактически провалилась. На наш взгляд, перспективы успешной реализации курса на RAB-регулирование или приватизацию МРСК в настоящий момент выглядят еще более отдаленными, нежели десятилетие назад.
Финам	-	<i>(перевод с английского)</i> Очевидно, что посредством объединения государство намеревается решить ряд проблем сектора. В то же время остается неясным, что конкретно входит в планы правительства – объединение активов или полное слияние компаний. Первый сценарий предполагает создание более сложной структуры с фактически равными рисками для миноритариев Холдинга МРСК и ФСК, в то время как второй является менее рискованным для ФСК, на наш взгляд. Мы полагаем, что ФСК в целом находится в более выгодном положении по сравнению с Холдингом МРСК ввиду достаточно высокой цены потенциально возможной допэмиссии (0,5 руб./акция). В целом мы ожидаем, что <u>акции обеих компаний продолжат оставаться под давлением до появления окончательной ясности в вопросе объединения.</u>
Грандис Капитал	-	Поскольку управление всем электросетевым комплексом фактически переходит в руки ФСК, очевидно, что и потенциальное объединение будет происходить на базе ФСК. Т.е. если называть вещи своими именами – ФСК поглощает Холдинг. Выгодность или не выгодность поглощения Холдинга МРСК будет зависеть от конкретных условий объединения, которые естественно пока не известны. Однако <u>условия и параметры слияния, скорее всего, будут выгодными для акционеров ФСК, нежели для акционеров Холдинга, поскольку в ФСК государству принадлежит 79,55% УК против 53,7% УК в Холдинге МРСК.</u>

16 мая – По сообщению Коммерсанта, ФСК может получить операционный контроль в Холдинге МРСК

UBS	=	<i>(перевод с английского)</i> В настоящий момент становится ясно, что ФСК возьмет на себя функции управления Холдингом МРСК, и произойти это может до 1 июля – по факту одобрения сделки советами директоров обеих компаний. В то же время до сих пор сохраняется неопределенность относительно сценариев. Мы полагаем, что наиболее вероятным будет получение ФСК 57% в Холдинге МРСК, что потребует допэмиссии ФСК (16%) в пользу государства по текущим рыночным ценам. Предложение миноритариям Холдинга МРСК о выкупе акций маловероятно.
Unicredit	-	<i>(перевод с английского)</i> <u>Мы подтверждаем рекомендацию «продавать» акции Холдинга МРСК.</u> В настоящий момент миноритариям компании остается либо надеяться на быструю приватизацию отдельных МРСК, которая выглядит достаточно труднореализуемой на фоне отката на внешних рынках и негативных настроений в секторе, либо на коэффициенты обмена акциями с ФСК.
Альфа-банк	=/-	Мы считаем, что последствия данной новости скорее <u>НЕОДНОЗНАЧНЫ</u> . Не ясно, какой конкретно вариант будет выбран – они еще подлежат обсуждению, хотя консолидация контрольной доли Холдинга МРСК, на наш взгляд, является наиболее вероятной. В случае осуществления данной схемы по-прежнему сохраняется ряд рисков. Во-первых, особо важно то, что оценка ФСК и Холдинга МРСК, а также соответствующий коэффициент конвертации доли неизвестен. Во-вторых, новая эмиссия ФСК может быть негативно воспринята некоторыми ее акционерами ввиду потенциального размывания акций. В-третьих, отсутствие обязательной оферты может вызвать разочарование у некоторых миноритариев Холдинга МРСК. В-четвертых, действующие акционеры Холдинга МРСК не будут допущены к созданию национальной сетевой компании, поскольку предполагается, что они сохранят свои акции Холдинга МРСК. Мы ожидаем, что как ФСК, так и Холдинг МРСК, не будут вызывать особого интереса на рынке в течение некоторого времени, пока не прояснится ситуация со сделкой.

ВТБ Капитал	=	<i>(перевод с английского)</i> В качестве возможных сценариев развития ситуации мы допускаем как 100%-ую консолидацию сетевого сегмента, так и реализацию приватизационных планов. В то же время, на наш взгляд, <u>любой из данных сценариев не меняет суммарной стоимости сетей</u> . При этом решение на предмет консолидации будет приниматься новым кабмином, и может и вовсе быть отклонено.
Метрополь	=	<i>(перевод с английского)</i> Основной причиной передачи контроля в Холдинге мы считаем слабый менеджмент. В то же время, на наш взгляд, окончательных решений по консолидации еще не принято. Несмотря на тот факт, что сообщение включает в себе дополнительные риски для Холдинга МРСК, в целом, на наш взгляд, <u>существенных изменений в риск-профайлах компаний с его публикацией не произошло</u> . Мы полагаем, что текущие распродажи предоставляют отличную возможность для входа в акции ФСК, а также отдельных МРСК, таких как МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья.
Алемар	+/=	На фоне полной неопределенности перспектив сетевого <u>сегмента</u> <u>положительным моментом является хотя бы уже то, что вариант слияния на уровне филиалов ФСК и дочерних компаний холдинга не рассматривается</u> . Такая конфигурация лишила бы автономии региональных МРСК и существенно повлияла на их рыночную оценку.
БКС	=	Совет директоров Холдинга МРСК одобрил передачу Холдинга в управление ФСК, пишут СМИ. По данным Коммерсанта, координировать передачу управления будет недавно назначенный замдиректора Холдинга Андрей Муров. До прихода в Холдинг Муров возглавлял аэропорт Пулково и координировал передачу предприятия под управление международного консорциума. Подтверждаем рекомендации по Холдингу МРСК и ФСК. Мы считаем кандидатуру Мурова полезной для передачи Холдинга в управление ФСК. Наш базовый сценарий предполагает, что в среднесрочной перспективе ФСК и Холдинг МРСК сохранят текущую структуру. Впоследствии государство, как ожидается, может внести свою 56%-ную долю в Холдинге в капитал ФСК. Наш анализ предполагает, что после консолидации МРСК рентабельность по EBITDA ФСК снизится с 60% до 32-27%. Однако ФСК останется одной из самых прибыльных энергокомпаний и будет недооценена по отношению к западным аналогам. Мы подтверждаем рекомендации «ПОКУПАТЬ» по акциям ФСК и «ДЕРЖАТЬ» по акциям Холдинга МРСК.

17 мая – По информации Коммерсанта, срок «перезагрузки» RAB перенесен с 1 июля на 1 ноября

JP Morgan	+	<i>(перевод с английского)</i> Мы считаем, что данная новость является <u>позитивной для сетевого сегмента</u> . Во-первых, МРСК получают время на одобрение инвестпрограмм и скорректированных RAB-параметров. Во-вторых, правительство не поддерживает возвращение на долгосрочную индексацию, что, на наш взгляд, значительно сократит количество компаний, которые будут вынуждены к ней вернуться.
Merrill Lynch	+	Мы рассматриваем данное сообщение как <u>позитивное для Холдинга МРСК</u> , поскольку оно увеличивает вероятность сохранения RAB-регулирования для максимального количества его филиалов. Что касается темпов роста тарифа, они остаются неизменными – 11% с 1 июля.
Unicredit	=	<i>(перевод с английского)</i> <u>Новость выглядит логично</u> в свете правительственного решения передать распределенную сеть в управление ФСК, требующего координированных решений по тарифам и инвестициям как для сегмента передачи, так и распределения электроэнергии. В то же время мы с сожалением отмечаем, что утверждение министерством инвестпрограмм – одного из основных пунктов успешной «перезагрузки» RAB – было произведено только после признания несостоятельности текущей структуры и управления в секторе. И хотя перенос сроков принятия решений по RAB <u>существенно снижает риск отмены данного вида регулирования для МРСК</u> , он также откладывает принятие <u>решений по приватизации</u> , начала которой, вероятно, стоит ожидать не ранее середины 2013 года.

Альфа-банк	-	<p>(перевод с английского)</p> <p>Новость <u>негативна для сетевых компаний, включая ФСК и Холдинг МРСК</u>, поскольку инвесторы рассчитывали на появление ясности в данном вопросе к 1 июня, особенно учитывая, что данный перенос стал уже вторым – первоначально ключевые решения планировалось принять к 1 апреля.</p> <p>Новый перенос не добавляет привлекательности сетевым компаниям, существенно снижая предсказуемость их финпоказателей – до самой низкой в секторе.</p> <p>Более того, отсутствие утвержденных параметров RAB не позволяет адекватно оценить ФСК и Холдинг МРСК для целей слияния, что может стать преградой для сделки и вызвать недовольство миноритариев обеих компаний.</p>
ВТБ Капитал	=	<p>(перевод с английского)</p> <p>С фундаментальной точки зрения новость <u>нейтральна для оценки распределкомпаний</u>, поскольку, несмотря на задержку с утверждением RAB-параметров, тарифы все же будут проиндексированы на 11% г/г с 1 июля 2012 года. Более того, перенос сроков может даже оказаться незначительно позитивным, предоставив время отдельным МРСК на согласование RAB-параметров и снизив риск их возвращения на долгосрочную индексацию.</p> <p>В то же время это второй перенос сроков, а значит он несет в себе потенциальные риски для RAB-регулирования.</p>
Атон	+	<p>Мы приветствуем инициативы г-на Шувалова по увеличению сроков согласования параметров RAB-регулирования, что поможет избежать поспешных и недальновидных регуляторных решений. С другой стороны, прогноз выручки и прибыли компании на 2012 г. остается прежним, так как тарифы для сетей будут повышены на 11% с июля этого года, как и планировалось ранее. Мы считаем, что данная информация снижает вероятность масштабного перехода подразделений МРСК с RAB-регулирования на метод индексации тарифов и будет способствовать более взвешенным регуляторным решениям в целом. Эта информация также свидетельствует о том, что правительство до некоторой степени обеспокоено инвестиционной привлекательностью электросетевого сектора. Мы <u>считаем новость благоприятной для МРСК и ФСК ЕЭС</u>.</p>
БКС	-	<p>Хотя финансовые показатели МРСК в 2012 г. не пострадают от переноса, регулятор все равно индексирует тарифы сетевых компаний на 11% с 1 июля. Решение <u>негативно для сектора</u>, т.к. продляет неопределенность с долгосрочными параметрами регулирования.</p>
Номос-банк	+/=	<p>В случае с тарифами, по данным газеты Коммерсант, сроки установления долгосрочных тарифов в рамках RAB могут быть перенесены на ноябрь. В июле тарифы автоматически будут повышены на 11%.</p> <p>Мы полагаем, что <u>новости косвенно указывают на сохранение первоначальных планов реформы сектора</u>. Впрочем, мы полагаем, что <u>список реформируемых МРСК может сократиться</u>.</p>
Открытие	=/-	<p>(перевод с английского)</p> <p>На наш взгляд, перенос сроков принятия решений по RAB связан с ожидаемой передачей Холдинга МРСК в управление ФСК. Мы <u>не удивлены данной задержкой</u>, в то же время полагаем, что <u>сохранение неопределенности относительно дальнейшего регулирования сектора оказывает дополнительное давление на акции компаний</u>.</p>
Метрополь	+	<p>(перевод с английского)</p> <p>Мы полагаем, что с фундаментальной точки зрения данное решение позитивно как для МРСК, так и для ФСК. Так, у ФСК появится время для гармонизации инвестпрограмм отдельных МРСК со своей собственной инвестпрограммой, что станет залогом более тщательного и взвешенного подхода к принятию окончательных тарифных решений. Кроме того, новость может являться подтверждением намерения правительства приватизировать МРСК.</p> <p>При этом поправка, призванная ограничить темпы роста тарифа при использовании долгосрочной индексации 6%-ми, может стать значительным стимулом для ряда МРСК сделать все возможное для сохранения RAB-регулирования. Данная поправка также решит проблемы частных сетей.</p> <p>Тем не менее, мы все же ожидаем усиления волатильности в сегменте.</p>

ТКБ Капитал	=	С точки зрения потребителей, во второй половине этого года ничего не изменится – тарифы сетей, как и ожидалось, в любом случае вырастут с 1 июля на 11%. Следует отметить, что в настоящее время Минэнерго активно согласует инвестиционные программы сетевых компаний, которые по большей части оказываются на уровне ангажированных ранее величин либо незначительно меньше. Однако в настоящий момент остается неясным, для каких филиалов RAB-регулирование будет сохранено, и какая часть из утвержденных инвестиций будет включена в базу RAB. Помимо этого, непонятным остается вопрос о деталях взаимодействия ФСК и Холдинга МРСК после передачи последнего в доверительное управление первому – например, будут ли компании объединены. Мы <u>оцениваем новость нейтрально</u> , поскольку перенос сроков был вполне ожидаем, и полагаем, что в среднесрочной перспективе котировки сетевого сегмента отечественной энергетики продолжат оставаться под давлением.
-------------	---	--

22 мая – Президент РФ подписал указ о включении Холдинга МРСК в список стратегических предприятий

Deutsche Bank	= / -	<p>(перевод с английского)</p> <p>На наш взгляд, данный указ существенно усложнит приватизацию или продажу частному инвестору долей во включенных в документ компаниях, поскольку для этого понадобится новый президентский указ, исключающий их из списка стратегических. Таким образом, все рыночные ожидания на предмет возможности ускорения сроков приватизации в настоящий момент выглядят преждевременными. Это информация является разочаровывающей, поскольку приватизация или передача в управление частному инвестору традиционно рассматривались в качестве важной предпосылки к повышению эффективности.</p> <p>При этом стоит отметить, что отдельные <u>распредсетевые компании не были включены в список стратегических</u>, что может означать, что их приватизация в принципе не исключается.</p>
Merrill Lynch	-	<p>(перевод с английского)</p> <p>На наш взгляд, изменение позиции по ключевым вопросам добавит консерватизма рыночным ожиданиям после изменения состава правительства.</p>
Unicredit	= / -	<p>(перевод с английского)</p> <p>Что касается МРСК, правительство <u>изначально планировало приватизацию отдельных распредсетевых компаний</u>, которые не включены в указ. Тем не менее, новость является отражением ужесточения контроля государства в секторе.</p>
Альфа-банк	-	<p>Новость является НЕГАТИВНОЙ для всех упомянутых компаний, и, в частности, для РусГидро и ФСК. Сам <u>Холдинг МРСК никогда не рассматривал приватизацию</u>, поэтому, для него данная новость лишь умеренно НЕГАТИВНАЯ. Мы не думаем, что данный шаг как-то связан с планами приватизации МРСК, которые, надеемся, остаются в силе даже, несмотря на планы слияния ФСК и Холдинга МРСК. Что касается РусГидро и ФСК, приватизация их долей могла стать катализатором для обеих компаний, и некоторые инвесторы ожидали его материализации. Однако, необходимо отметить, что руководство РусГидро сообщало ранее, что они не хотели бы начинать приватизацию компании до 2015 года, пока компания не завершит консолидацию активов и восстановление Саяно-Шушенской ГЭС. Мы ожидаем НЕГАТИВНОЙ реакции рынка, поскольку данные новости лишь усиливают недавно появившийся негативный новостной фон вокруг энергетического сектора.</p>
ВТБ Капитал	=	<p>Присутствие компании в перечне стратегических предприятий <u>в принципе не исключает ее приватизации</u> (так Роснефть была в этом перечне в 2004–2005 гг., но была выведена из него в преддверии IPO в 2006 г.), но создает дополнительное препятствие, поскольку окончательное решение о судьбе компании принимает президент страны. Отметим: ни доля Роснефтегаза, ни «дочки» МРСК Холдинга (региональные сетевые компании) в перечень не попали – возможно, указ не преследует цели блокировать приватизацию этих активов. Действительно, помимо вопросов приватизации стратегическое предприятие должно согласовывать с президентом страны директивы и назначения в совет директоров. Как следствие, указ будет восприниматься, скорее, как способ усиления влияния президента на процесс принятия решений</p>

		<p>в этих компаниях (аналогичным образом объясняется назначение Игоря Сечина главой Роснефти, о чем было объявлено вчера). Вместе с тем подписание указа ставит вопрос о конфигурации окончательных предложений по программе приватизации, которые будут рассматриваться правительством в ближайшем будущем. Мы ожидаем комментариев от первого вице-премьера Игоря Шувалова и вице-премьера Аркадия Дворковича, определяющих политику по вопросам приватизации, которые могут прояснить позицию правительства по этому решению президента.</p>
Атон	-	<p>У нас складывается впечатление, что решение г-на Путина направлено на то, чтобы установить контроль над процессом приватизации электроэнергетических компаний. Оно соответствует и позиции бывшего вице-премьера Игоря Сечина, выступавшего против приватизации государственных электроэнергетических предприятий. Мы считаем, что ввиду этой информации <u>шансы на приватизацию энергетических компаний в ближайшем будущем снижаются, что негативно для МРСК и, в меньшей степени, для РусГидро.</u></p>
БКС	-	<p>Изменение планов <u>негативно для компаний.</u> Решение разочаровывающее, т.к. рынок ожидал, что приватизация станет одним из основных драйверов роста для ряда электроэнергетических компаний, включая РусГидро, ФСК и МРСК. На наш взгляд, реакция рынка на изменение планов по приватизации будет негативной.</p>
Тройка Диалог	-	<p>Сообщение может вызвать негативное отношение к акциям <u>данных компаний.</u> Возможное сокращение госдоли до 50% (контрольной) в РусГидро и до 75% в ФСК ЕЭС числится среди долгосрочных катализаторов роста их рыночной стоимости. Между тем немедленная приватизация РусГидро не планировалась: руководство предлагало провести частичную приватизацию не ранее 2015 года. Индикативная цена для проведения приватизации ФСК ЕЭС была установлена на уровне 0,50 руб. за акцию, что значительно выше текущей рыночной стоимости.</p> <p>Включение в данный список Холдинга МРСК представляется следствием предложения, выдвинутого бывшим первым вице-премьером Игорем Сечиным, перевести компанию под управление ФСК ЕЭС или консолидировать эти компании.</p> <p><u>Пока неясно, не замедлит ли включение Холдинга МРСК в список стратегических предприятий процесс приватизации отдельных МРСК (продажа госдоли самом Холдинге МРСК не планировалась).</u> В ближайшее время по этому вопросу может быть предоставлена более подробная информация, однако пока котировки акций МРСК могут быть под давлением. Мы по-прежнему придерживаемся мнения, что приватизация МРСК в ходе прозрачных рыночных аукционов могла бы стать оптимальным способом повысить эффективность электросетевого комплекса.</p>
Уралсиб	=/-	<p>Стоит отметить, что запрет на приватизацию появился непосредственно перед назначением нового правительства. Таким образом, можно предположить, что точка зрения в отношении приватизации у новых членов кабинета, в том числе у министра энергетики Александра Новака и вице-премьера Аркадия Дворковича, курирующего ТЭК, может отличаться от позиции прежнего правительства.</p> <p>Умеренно негативная новость для сектора. По нашему мнению, <u>запрет на приватизацию окажет лишь незначительное негативное влияние на рынок.</u> Пока в планах на приватизацию значатся только небольшие пакеты акций РусГидро (8%), ФСК (4%), а также дочерние компании Холдинга МРСК. Однако еще один запрет может указывать на продолжающиеся <u>попытки правительства усилить роль государства в секторе, что может быть негативно воспринято рынком.</u> Сроки потенциальной приватизации сейчас определяются президентом, и едва ли энергетические компании будут приватизированы в первую очередь.</p>
Номос-банк	=/-	<p>Введение в список стратегических предприятий, по нашему мнению, может означать отказ от ранее планируемых мер по приватизации. Кроме того, по всей видимости, перевод в стратегический статус диктуется необходимым внесением изменений в реформу энергетики.</p> <p><u>Новость является негативной для акций компаний сектора.</u> Тем не менее, мы полагаем, что снижение российского рынка акций, последние преобразования в секторе – уже косвенно свидетельствовали об отказе от приватизации и ожидаемых преобразований. В данной связи мы полагаем, что новость <u>не приведет к новым массовым распродажам акций компаний сектора.</u></p>

Открытие	=/-	Подписанный указ соответствует нашей точке зрения и <u>находится в русле последних событий</u> , таких как возможная сделка между ФСК и «Холдингом МРСК» и поток новостей от «РусГидро». Потенциальная сделка между ФСК и «Холдингом МРСК» исключает какую-либо приватизацию компаний до того, как она будет закрыта, а на завершение сделки может потребоваться существенное время. Приватизация «РусГидро», как ожидается, также будет отложена до 2015 г. в свете ее возможной рекапитализации. На поступившую новость котировки акций вышеупомянутых компаний, по нашему мнению, могут отреагировать <u>незначительным снижением</u> .
Финам	-	<i>(перевод с английского)</i> Мы не верим, что новость о переносе сроков приватизации незначительных пакетов в компаниях может инициировать столь существенное падение их рыночной капитализации. Подобная реакция, на наш взгляд, является следствием скорее общего разочарования инвесторов. Так, несмотря на то, что участники рынка ожидали от нового кабинета министров либерализации сектора, теперь стало понятно, что данные ожидания были чрезмерно оптимистичны.

24 мая – Президент подписал указ, позволяющий Роснефтегазу инвестировать в госкомпании энергосектора, подлежащие приватизации

Deutsche Bank	-	<i>(перевод с английского)</i> На наш взгляд, публикация данной новости не принесет значительных изменений в инвестиционные кейсы электроэнергетических компаний. Вместе с тем в текущей ситуации мы настороженно относимся к перспективам приватизации отдельных МРСК. В целом мы полагаем, что участникам <u>рынка придется не по душе подмена реализации активов на рынке продаж в пользу инвестора, коим может выступить государственный Роснефтегаз, даже на условиях их последующей перепродажи на рынке.</u>
JP Morgan	-	<i>(перевод с английского)</i> Мы полагаем, что <u>негативное отношение рынков к электроэнергетическим компаниям, скорее всего, сохранится</u> – учитывая стремление государства усилить контроль в отрасли.
Merrill Lynch	-	<i>(перевод с английского)</i> Данная новость является негативной для миноритарных акционеров компаний ввиду того, что присутствие государства в них, по всей видимости, не будет сокращено, а потенциальная приватизация создаст риск «навеса».
Unicredit	=	<i>(перевод с английского)</i> На наш взгляд, государство чрезмерно наращивает свое присутствие в электроэнергетическом секторе. Вместе с тем Роснефтегаз, вероятно, сможет выполнить роль эффективного управленца. Таким образом, мы полагаем, что данное сообщение несет скорее управленческий характер, нежели M&A.
Альфа-банк	+/-	Мы считаем, что данная новость имеет <u>НЕОДНОЗНАЧНЫЕ последствия для соответствующих компаний</u> , а именно Транснефти и упомянутых энергетических компаний. С одной стороны, инвесторы могут быть разочарованы фактической отсрочкой приватизации данных компаний и их квазиприватизации государственной организацией, фактически означающей переход данных активов из одного кармана в другой. Напомним, что правительство рассматривало продажу вышеуказанных долей уже в 2012-2013 гг. С другой стороны, мы считаем данный шаг попыткой правительства увеличить стоимость вышеуказанных компаний до приватизации, а Роснефтегаз является особым инструментом для предпродажной подготовки данных активов. Если данная подготовка будет осуществлена эффективно, она может иметь позитивные последствия для рынка, особенно, учитывая масштабы недавней распродажи энергетических компаний после появления новостей о включении их в список стратегических компаний.
ВТБ Капитал	=	<i>(перевод с английского)</i> Инвесторы в бумаги электроэнергетических компаний крайне негативно восприняли данную новость, решив, что она окончательно сводит на нет перспективы приватизации компаний. Вместе с тем мы ожидаем разъяснений как от правительства, так и топ-менеджмента Роснефтегаза, после чего, на наш

		<p><u>взгляд, можно будет делать какие-либо выводы.</u></p> <p>Наиболее благоприятной нам представляется ситуация, в которой Роснефтегаз окажет поддержку компаниям в финансировании их инвестпрограмм в условиях сдерживания темпов роста тарифа, работая также над повышением привлекательности данных компаний перед последующей их приватизацией.</p>
Газпромбанк	-	<p>Это означает риски проведения очередных дополнительных эмиссий акций с размытием миноритариев. Хотя конкретные имена не назывались, мы предполагаем, что это в первую очередь может коснуться МРСК, возможности которых в привлечении средств на финансирование инвестпрограмм в условиях жесткого ограничения тарифов невелики.</p> <p>Учитывая, что вокруг сектора электросетевых компаний сохраняется большая неопределенность, и при этом сдерживание тарифов остается главной задачей, а вероятность проведения новых допэмиссий растет, <u>очевидно, что инвесторам лучше воздержаться от вложений в ФСК и МРСК.</u></p>
Алемар	-	<p>Пока планы по участию Роснефтегаза в развитии ТЭКа подтверждают тенденцию концентрации отрасли в государственных руках. Эффективность такого шага не очевидна, и с точки зрения фондового рынка мы видим в этом, скорее, <u>отрицательный сигнал для акций компаний</u>, которые может приобрести эта госструктура.</p>

24 мая – Новый министр энергетики поддерживает передачу Холдинга МРСК под управление ФСК

Deutsche Bank	=	<p>(перевод с английского)</p> <p>В целом мы оцениваем вероятность консолидации как низкую. Тем не менее, рынок склонен негативно воспринимать любые информационные сообщения в развитие данной темы.</p>
Тройка Диалог	=	<p>Таким образом, пока идет подготовка лишь к передаче Холдинга МРСК в управление ФСК ЕЭС. Пока нет решения о возможном переходе двух компаний на единую акцию, возможно, правительство вообще откажется от этой идеи. Что касается отдельных МРСК (дочерних предприятий Холдинга МРСК), то, по нашему мнению, они не будут переведены на единую акцию с ФСК ЕЭС.</p>
БКС	=	<p>Слияние маловероятно. Наш базовый сценарий предполагает сохранение существующей структуры ФСК и Холдинга МРСК в среднесрочной перспективе, после чего правительство, как ожидается, передаст 56%-ную долю Холдинга под управление ФСК. Однако недавнее решение властей поместить Холдинг МРСК в список стратегических предприятий усложняет второй этап консолидации. Наши рекомендации по акциям ФСК и Холдинга МРСК находятся на пересмотре.</p>

28 мая – По сообщению Интерфакса, Минэкономразвития направило в правительство предложение о приватизации госдолей на ближайшие 3-5 месяцев

БКС	-	<p>Рекомендация министерства <u>подчеркивает разницу в позициях министерства и администрации президента.</u> Мы сомневаемся, что МРСК будут приватизированы, учитывая решение правительства о включении Холдинга МРСК в список стратегических активов, по крайней мере в ближайшем будущем. Мы поместили акции электроэнергетических компаний под нашим аналитическим покрытием на пересмотр.</p>
Тройка Диалог	+	<p>Это важный сигнал со стороны Минэкономразвития. Сохраняется вероятность приобретения Роснефтегазом долей в компаниях нефтегазового и электроэнергетического секторов, а в этом месяце госдоля в структуре капитала Холдинга МРСК (53,69%) была внесена в перечень стратегически важных объектов. Вопрос о приватизации отдельных МРСК по-прежнему остается включенным в повестку дня нового министерства экономического развития и правительства. По нашему мнению, сама приватизация может произойти в 2012–2013 году. Проект резолюции еще не одобрен, и не исключено, что в правительстве продолжается обсуждение данного вопроса, однако мы оцениваем это <u>сообщение как позитивное для динамики котировок МРСК.</u></p>

29 мая – По информации Коммерсанта, Холдинг МРСК и ФСК могут быть консолидированы на базе «дочки» Роснефтегаза

Deutsche Bank	-	<p>(перевод с английского)</p> <p>Мы полагаем, что участники рынка <u>негативно воспримут данную новость</u> ввиду роста неопределенности и рисков корпоративного управления, связанных с</p>
---------------	---	---

		консолидацией, оценкой и условиями обмена активами.
Goldman Sachs	=	<i>(перевод с английского)</i> Очевидно, что в настоящий момент в сделке существует <u>значительная доля неопределенности</u> относительно коэффициентов конвертации и прочих параметров, однако ясно одно: инвестиционный кейс ФСК значительно ухудшился. Мы подтверждаем рекомендацию «продавать» акции компании.
Merrill Lynch	-	<i>(перевод с английского)</i> Мы <u>настороженно относимся к перспективам консолидации</u> в сетевом сегменте, поскольку они несут в себе риски RAB-регулируемого как для ФСК, так и для Холдинга МРСК.
Unicredit	-	<i>(перевод с английского)</i> Данная новость предполагает, что теперь не только будущее Холдинга МРСК, но и ФСК находится под вопросом. На наш взгляд, <u>риски реорганизации, существующие в настоящее время, значительно превосходят оценочные риски.</u> Мы подтверждаем рекомендацию «продавать» акции Холдинга МРСК.
UBS	-	<i>(перевод с английского)</i> Мы считаем, что данная новость инициирует волну опасений среди инвесторов, поскольку она <u>заключает в себе значительные риски для миноритарных акционеров обеих компаний</u> особенно в свете слияния на базе вновь создаваемой, нелистингованной компании. Кроме того, хотя в долгосрочном периоде создание более крупной компании может привести к повышению ее доли в индексах MSCI, на первоначальном этапе мы ожидаем исключения Холдинга МРСК и ФСК из их состава.
Альфа-банк	+/-	Мы считаем данную новость <u>НЕОДНОЗНАЧНОЙ</u> для ФСК и миноритариев холдинга МРСК. Во-первых, то, что перспективы слияния двух компаний сейчас проясняются по сравнению с моментом двухнедельной давности, когда данное предложение шокировало рынок, является позитивным фактором для компаний, которые значительно снизились в цене с того момента. Следовательно, риски, связанные со слиянием, вероятно, на наш взгляд, более или менее учтены в цене. Во-вторых, учитывая рыночную оценку двух ФСК и Холдинга МРСК, доля Роснефтегаза в объединенной компании составляет сейчас около 73%, что меньше 75%+1 голосующая акция, необходимых для выполнения требований закона, по которому государство должно контролировать 75%+1 голосующая акция в сетевых компаниях. Хотя итоговая доля будет зависеть от оценки обеих объединяющихся компаний, нам еще не ясно, как Роснефтегаз выйдет из ситуации с необходимым размером доли. В-третьих, очевидно, что вариант, по которому ФСК должна была получить контроль над Холдингом МРСК (при этом правительство должно было передать собственную долю данной компании) больше не актуален. Вместо этого, акционеры Холдинга МРСК и ФСК получают долю новой компании, Национальной сетевой компании, и при этом столкнутся со всеми связанными с этим рисками (коэффициенты обмена неизвестны, а они помогли бы определиться, посредством какой компании лучше инвестировать в новую компанию; данный процесс является длительным и периодом, когда акционеры конвертированных акций не могут предпринимать никаких действий из-за того, что акции не прошли листинг и т.д.). На данный момент мы даем рекомендации ПО РЫНКУ для обеих компаний и ожидаем прояснения ситуации и деталей в отношении будущего слияния.
ВТБ Капитал	-	Это первое упоминание о том, что государственные доли в ФСК и Холдинге МРСК могут быть переданы «Роснефтегазу». На наш взгляд, это объединение еще будет обсуждаться в правительстве, однако именно оно является неким поворотным моментом в определении роли «Роснефтегаза» в энергетическом секторе страны. Кроме того, предложенный сценарий представляет собой возможность слияния ФСК и Холдинга МРСК (без региональных дочерних предприятий) в единую энергетическую систему и является одним из возможных путей дальнейшего развития обеих компаний. Если сделка состоится, Холдинг МРСК и ФСК, которые в последнее время считались хорошим выбором в свете развития RAB-регулируемого в России, <u>станут всего лишь техническими ставками на потенциальные коэффициенты обмена и цены обратного выкупа.</u>
Уралсиб	-	Риск снижения акционерной стоимости по ряду причин. По нашему мнению, полная консолидация передающих и распределяющих активов предполагает

		<p><u>ряд негативных последствий</u>. Процесс реорганизации означает, что приватизация МРСК в этом году вряд ли состоится. Мы также считаем, что существует неопределенность в отношении коэффициентов конвертации и риск снижения ликвидности акций. В настоящее время бумаги Холдинга МРСК и ФСК входят в состав индекса MSCI Russia, и их возможное исключение из индексов может вынудить управляющих фондами продать свои доли.</p> <p>Акции ФСК – лучший способ войти в консолидированную компанию. Консолидация в единую компанию приведет к новому пересмотру тарифов, что создает значительный риск для наших финансовых прогнозов. Однако, если сравнить текущие доли государства в Холдинге МРСК (54%) и ФСК (79%) и его вероятную долю в новой компании, то коэффициент конвертации должен составить приблизительно 6,5 акций ФСК за акцию Холдинга МРСК. Текущий рыночный коэффициент – 9,2. Это говорит о том, что акции ФСК – лучший способ войти в консолидированную компанию.</p>
Атон	-	<p>На наш взгляд, сценарий, представленный газетой «Коммерсант», инициирован бывшим вице-премьером Игорем Сечиным, который хочет получить контроль над сектором электроэнергетики после своего ухода из правительства. Если данный сценарий будет реализован, то он значительно понизит шансы приватизации МРСК, что негативно отразится на МРСК, Холдинге МРСК, а также на ФСК (если она будет объединена с Холдингом МРСК). Однако отметим, что для данной процедуры необходимо одобрение правительства, возглавляемого Дмитрием Медведевым, который поддерживает приватизацию и может воспрепятствовать идее консолидации. В целом мы <u>расцениваем данную информацию как негативную для МРСК, Холдинга МРСК и ФСК</u>.</p>
БКС	-	<p>На наш взгляд, нехватка официальной информации и наличие различных сценариев <u>повышают неопределенность относительно судьбы ФСК и Холдинга МРСК, что негативно</u>. Наши рекомендации по компаниям на пересмотре.</p>
Номос-банк	=	<p>Последние новости идут в рамках заявлений Владимира Путина и Игоря Сечина, сделанных ранее. Исходя из параметров объединения, планируемая доля Роснефтегаза в новой компании находится в рамках текущей оценки компаний на ММВБ, что соответственно, снижает риск акционеров Холдинга МРСК, связанные с заниженной оценкой компании при объединении. Интересным моментом является и тот факт, что объединение на базе дочерней компании Роснефтегаза может создать условия для оферты миноритарным акционерам ФСК и Холдинга МРСК. В данной связи, мы полагаем, что <u>новость может создать в сильно скорректировавшихся бумагах сетей спекулятивный спрос</u>. Впрочем, как и ранее, мы полагаем, что <u>в настоящее время инвестиции в акции сетей несут в себе повышенные риски</u>.</p>
Метрополь	-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Мы ожидаем, что по факту публикации данной новости <u>акции ФСК и Холдинга МРСК в краткосрочном периоде окажутся под давлением</u> – ввиду роста рисков, связанных с коэффициентами обмена и ценами обратного выкупа.</p>

29 мая – Э. Набиуллина сделала ряд заявлений по приватизации госкомпаний

ВТБ Капитал	=	<p>Комментарий Набиуллиной вполне <u>согласуется с дословным прочтением постановлений, принятых на прошлой неделе</u>. Из этого следует, что <u>план приватизации остается в силе, даже если сроки продажи некоторых активов окончательно не определены</u>. Что касается плана приватизации электроэнергетических компаний, его детали, возможно, станут известны лишь после избрания нового состава советов директоров ФСК и Холдинга МРСК (запланировано на август).</p>
Тройка Диалог	=	<p><u>Отрадно, что, по словам Эльвиры Набиуллиной, включение компаний в список стратегических предприятий не исключает возможности их приватизации</u>. Тем не менее, <u>остается открытым вопрос, в какие компании может войти Роснефтегаз и будут ли с этой целью выпускаться дополнительные акции</u>.</p>

21 мая, 29 мая – ФСТ согласовала темпы роста тарифов ряду регионов РФ

Deutsche Bank	=/-	<p><i>(перевод с английского)</i></p> <p>Стоит отметить, что в большинстве регионов одобренные темпы роста тарифа оказались существенно ниже 10%, установленных на 2013-14 гг. Если предположить, что для остальных регионов будет согласована аналогичная динамика, <u>средние темпы роста тарифа МРСК окажутся значительно ниже 10-11%</u>. В то же время стоит отметить, что появление тарифных данных <u>снижает</u></p>
---------------	-----	--

		<p><u>неопределенность в секторе</u>. Мы ожидаем согласования по ряду оставшихся регионов (почти половина) к 1 июня.</p>
Альфа-банк	-	<p>Одобренная индексация тарифов оказалась <u>очень низкой для большинства регионов</u>, где фактический рост тарифов оказался ниже 5.5%, т.е. их индексация с 1 июля 2012 года оказалась ниже 11% - верхней границы роста, одобренной Министерством экономического развития.</p> <p>Разъяснение параметров RAB будет проводиться до 1 ноября 2012 года, что является новым крайним сроком пересмотра параметров RAB для сетевых компаний. В то же время <u>ФСТ подала ОЧЕНЬ НЕГАТИВНЫЕ сигналы для рынков</u>, заключающиеся в том, что давление на тарифы МРСК оказалось более сильным, чем ожидали инвесторы. Данное изменение лишь усугубляет негативное отношение к энергетическому сектору, в целом, и к Холдингу МРСК, в частности. Также данный шаг является негативным для всех МРСК, и, в особенности, для компаний, указанных в таблице выше.</p> <p>Мы ждем прояснения ситуации с параметрами RAB и перспективами слияния с ФСК. На данный момент мы сохраняем рекомендацию ПО РЫНКУ для Холдинга МРСК.</p>
ВТБ Капитал	=/-	<p>Что касается решения ФСТ, утвержденные тарифы оказались на 1–6 п.п. ниже наших ожиданий по большинству регионов, и мы <u>отмечаем риск того, что EBITDA по данным регионам может оказаться на 3–25% ниже наших текущих прогнозов</u> (наибольший эффект, по нашему мнению, будет замечен в Удмуртии, Пензенской и Ростовской областях, которые обслуживают «МРСК Центра и Приволжья», «МРСК Волги» и «МРСК Юга»). Однако <u>снижение чистой прибыли может быть компенсировано снижением капиталовложений</u>, как это было в случае с ФСК; в результате, ощутимых изменений в оценке компаний не будет.</p>
БКС	=	<p>Новые тарифные планки подтверждают <u>наше предположение, что в целях сдерживания инфляции правительство одобрит только скромное повышение тарифов для сетевых компаний</u>. Мы поместили акции электроэнергетических компаний под нашим аналитическим покрытием на пересмотр.</p>
Тройка Диалог	=	<p>Мы считаем новость <u>нейтральной на данном этапе</u>, т. к. детали параметров RAB-тарифа (т. е. уровни iRAB, норма доходности на существующий капитал) не были раскрыты. Тариф электросетевых компаний, как сообщалось ранее, все равно будет проиндексирован на 11,0% с 1 июля по 1 ноября, так что это не новость. С 1 ноября тариф снова может быть пересмотрен, но мы считаем это маловероятным.</p>
Номос-банк	-	<p><u>Установленные темпы роста тарифов оказались несколько ниже ожидаемых и ниже утвержденных ранее уровней для ФСК</u>. Отметим, что срок утверждения тарифов был перенесен на 1 ноября, а с июля планировалось провести техническую индексацию тарифов на уровне 11%. В данной связи, объявленные параметры <u>могут стать новым негативным моментом для акций компаний сектора</u>. Пока, объявленные результаты не формируют полной картины, тем не менее, можно отметить, что по нашим оценкам, региональные филиалы, по которым были объявлены уровни индексации, формируют 17-100 % выручки от передачи энергии управляющих ими МРСК. В том числе, МРСК Урала (46%), МРСК Волги (55%), МРСК ЦП (39%).</p>
Открытие	=	<p>Данное сообщение <u>ожидаемо и соответствует прежним прогнозам ФСТ</u>. Регулирование отрасли, как мы ожидаем, будет осуществляться в соответствии с предлагаемым повышением цен для конечных потребителей, что предполагает достаточно вялый рост тарифов для распределительных компаний. Утвержденные ФСТ тарифы, размер которых оказался ниже ожидаемых рынком, также согласуется с данной стратегией.</p>
Газпромбанк	=	<p>На данный момент долгосрочные тарифные параметры в рамках RAB-регулирования утверждены лишь по отдельным филиалам. Хотя работа ФСТ в этом направлении продолжается, весьма вероятно, что отдельные МРСК или их региональные филиалы могут быть исключены из RAB и переведены на метод индексации. Впрочем, учитывая, что RAB-регулирование по большому счету все равно не гарантирует возврат вложений и долгосрочную прогнозируемость финансовых потоков компаний, поскольку рост тарифов ограничен планкой в 11% и тарифы постоянно пересматриваются, разница между двумя подходами становится несущественной. <u>Более важным для котировок МРСК является прояснение ситуации с передачей распределительного</u></p>

	<p><u>комплекса под управление или в собственность ФСК и то, в какие сроки и на каких условиях это произойдет.</u> Учитывая, что 21 мая решением президента РФ Владимира Путина Холдинг МРСК и ФСК (а также РусГидро) переведены в состав стратегических компаний (о чем сообщают информагентства сегодня), принятие решения о передаче МРСК Федеральной сетевой компании может затянуться.</p>
--	---