

**Открытое акционерное общество
«МРСК Центра»**

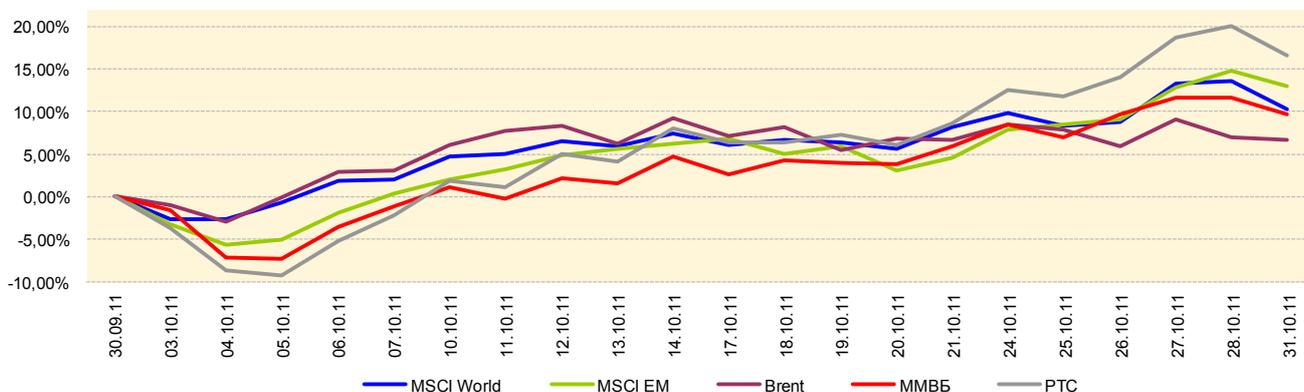


**Рынок ценных бумаг ОАО «МРСК Центра»
в октябре 2011 г.**

Москва, ноябрь 2011 г.

Международные и российский рынки акций

Мировые рынки акций завершили октябрь существенным ростом: индекс развитых стран MSCI World вырос на 10,3%, индекс развивающихся рынков MSCI EM прибавил 13,1%. Поддержку фондовым рынкам в отчетном периоде оказывали, главным образом, ожидания инвесторов по скорому разрешению долговых проблем еврозоны. При этом участники рынка проигнорировали ряд действий рейтинговых агентств, разнополярную макроэкономическую статистику и неоднозначное начало сезона отчетности крупнейших мировых компаний.



Стартовал месяц на минорной ноте – на фоне информации о том, что министры финансов стран еврозоны перенесли решение о выделении Греции €8 млрд на середину октября, после того как греческое правительство констатировало, что дефицит бюджета в 2011-2012 гг. превысит ранее согласованные с кредиторами уровни. Дополнительное давление на рынки оказала новость о проблемах франко-бельгийского банка Dexia, оказавшегося на грани краха из-за греческих проблем.

Тем не менее, оперативные и решительные действия французских и бельгийских властей, предоставивших госгарантии по заимствованиям Dexia, и последующие заявления еврочиновников о необходимости координированной поддержки европейского банковского сектора развернули рынки от годовых минимумов.

Дополнительную поддержку рынкам оказали решения ЕЦБ и Банка Англии, которые, сохранив ставки на прежнем уровне, расширили программы стимулирования экономики – первый объявил о возобновлении предоставления банкам кредитов сроком на 12 месяцев и запуске программы выкупа облигаций объемом €40 млрд, второй – впервые с 2009 года увеличил объемы выкупа активов с £200 до £275 млрд.

Продолжению восходящей динамики площадок в середине месяца способствовал ряд позитивных сообщений. Во-первых, главы Германии и Франции по итогам двухсторонней встречи сообщили, что до конца октября будет «финализирован» пакет мер по разрешению долгового кризиса в ЕС, а по итогам работы миссии ЕС, МВФ и ЕЦБ в Греции было отмечено, что следующий транш объемом €8 млрд страна, вероятно, сможет получить уже в начале ноября. Во-вторых, парламент Словакии со второй попытки одобрил расширение объема и полномочий Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF).

Кроме того, в динамику рынков начали закладываться позитивные ожидания по итогам встречи министров финансов и глав центробанков ведущих мировых экономик (G20), которые, оправдавшись лишь отчасти, способствовали усилению волатильности на фондовых площадках в середине отчетного периода. Так, в ходе финансового саммита G20 была достигнута договоренность о том, что центральными элементами нового плана являются расширение возможностей EFSF, новый пакет помощи Греции и рекапитализация банков Европы. По итогам встречи лидеры призвали представить план конкретных действий на саммите ЕС 23 октября. Однако впоследствии официальный представитель канцлера Германии и министр финансов страны заявили

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», октябрь 2011 г.

о том, что лидеры стран Евросоюза не представят плана полного решения всех проблем еврозоны в ходе предстоящего саммита.

Ралли на фондовых рынках в конце октября способствовали ожидания и результаты саммита стран ЕС, на котором все же был принят ряд ключевых вопросов. Во-первых, частный сектор согласился на «добровольное» списание 50% долга Греции или примерно €100 млрд. Во-вторых, банки региона будут рекапитализированы с целью приведения норматива достаточности капитала первого уровня до уровня 9%, что потребует совокупного увеличения капитала 70 крупнейших банков Евросоюза до 30 июня 2012 г. на €106 млрд. Наконец, потенциал стабфонда EFSF будет увеличен за счет расширения его возможностей по предоставлению гарантий до €1 трлн.

Дополнительным фактором роста стало сообщение о том, что председатель КНР Ху Цзиньтао в беседе с президентом Франции пообещал оказать поддержку по увеличению объема фонда EFSF. Кроме того, рынки позитивно восприняли сообщения о принятии греческим парламентом очередного пакета мер бюджетной экономии для получения нового транша международной финансовой помощи.

Позитива, однако, не хватило до конца месяца. Во-первых, инвесторы выразили скептицизм в отношении представленной программы, которая, по их мнению, не дает конкретных ответов на основополагающие вопросы, в частности, когда и как план заработает в полном объеме, хватит ли его для купирования долгового кризиса, а также как изменит ситуацию на долговом рынке введение фондом EFSF новых механизмов гарантирования суверенных обязательств и как рынки расценят оглашенное «добровольное» списание 50% долга Греции. Во-вторых, давление на площадки оказал ряд негативных новостей. Так, Fitch сообщило, что 50%-ое списание по долгу Греции будет рассматриваться как дефолт, а глава фонда EFSF по итогам визита в Китай не сумел достигнуть договоренности об участии КНР в стабфонде.

Примечательно, что на протяжении всего месяца инвесторы игнорировали ряд действий рейтинговых агентств, к которым, по мнению аналитиков, у них уже выработался иммунитет – многочисленные снижения рейтингов и предупреждения стали лишь фоном для текущей сложной ситуации в мировой экономике.

В отчетном периоде, в частности, Moody's снизило рейтинг Италии сразу на три ступени, заявив о масштабности и структурности долговых проблем в еврозоне и подтвердив возможность дальнейшего снижения рейтингов, в частности, Франции, по которой агентство не исключает ухудшения "стабильного" прогноза по наивысшему рейтингу на уровне AAA, если правительство страны не достигнет успеха в проведении финансовых и экономических реформ. Агентство также понизило рейтинги 9 португальских банков и 12 британских финкомпаний. В дополнение к этому агентство S&P заявило, что рейтинг Франции может быть понижен в случае, если ситуация в экономике будет развиваться по неблагоприятному сценарию и снизило рейтинги Испании и испанских банков, Fitch – испанских, итальянских банков и швейцарского UBS, также изменив прогноз на «негативный» по рейтингам ряда мировых банков.

Между тем, Goldman Sachs ухудшил прогнозы роста мировой экономики. Вероятность второй волны рецессии в США оценивается банком на уровне 40%, а рецессия в еврозоне, вероятно, наступит на стыке 2011-2012 гг. Кроме того, Организация экономического сотрудничества и развития резко понизила прогнозы по росту ВВП в 2012 г. в еврозоне – с 2% до 0,3%, и США – с 3,1% до 1,8%.

Выходившая на протяжении месяца макроэкономическая статистика носила разнополярный характер. Ключевой показатель конца отчетного периода – предварительная оценка роста ВВП США в III кв. – совпал с прогнозом в 2,5%. Негативом стали и данные по ВВП Китая в III квартале – рост показателя в 9,1% в годовом исчислении замедлился до самого низкого с 2009 г. уровня.

Старт сезона отчетности крупнейших мировых компаний по итогам III квартала также выглядел неоднозначно – из всех компаний только отчетность Google смогла

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», октябрь 2011 г.

произвести хорошее впечатление на инвесторов. В целом, по данным Bloomberg, эксперты прогнозируют самые слабые с конца 2009 года темпы роста корпоративных прибылей в США в III квартале 2011 г.

Динамика российского рынка, завершившего октябрь ростом на 9,7% по индексу ММВБ, выглядела сопоставимо с динамикой развитых рынков. При этом в начале месяца наш рынок оказался под дополнительным давлением негативной динамики цен на нефть – котировки Brent ушли ниже отметки \$100 за баррель, WTI – обновили годовой минимум, и слабости рубля, вернувшегося в паре с долларом на уровни июля 2009 г. С середины отчетного периода поддержку российскому рынку оказывали растущие цены на нефть и вернувшийся к укреплению рубль. Дополнительным техническим фактором, способствовавшим росту, по мнению экспертов, стало сокращение «коротких» позиций.

Между тем, как отметили аналитики, подъем российского рынка проходил на фоне обострения ситуации с рублевой ликвидностью. В середине октября объем прямого РЕПО ЦБ РФ стал рекордным с конца января 2009 г. – 397 млрд руб. В качестве одной из основных причин ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью эксперты называют покупку валюты, сопровождающей отток капитала, с чем согласился и глава ЦБ РФ.

Сдержанным негативом для российского рынка в октябре стало продолжающееся ухудшение прогнозов по темпам роста экономики РФ. В частности, Goldman Sachs, ухудшивший прогнозы роста мировой экономики в 2011-2012 гг., снизил свои ожидания и по России – прогноз роста ВВП на текущий год был пересмотрен с 4,5% до 4,2%, на 2012 год – с 4,5% до 3,5%. Экономисты МВФ также понизили свои оценки по российскому ВВП – в 2011 г. с 4,8% до 4,3%, в 2012 г. – с 4,5% до 4,1%. В Минэкономразвития ожидают «более консервативных» темпов роста ВВП в 2012 г. и 4,1% в 2011 г. При этом, по оценке министерства, в сентябре ВВП вырос на 5,7% к сентябрю 2010 г. и на 0,5% с учетом очистки от календарного и сезонного факторов – к августу 2011 г. За январь-сентябрь 2011 г. рост составил 4,2%.

Между тем, по прогнозам агентства Moody's, изменившего, в том числе, прогноз для банковской системы России на "негативный" со "стабильного", темпы роста ВВП РФ в 2012 г. замедлятся до 2,8% по сравнению с ожидаемым в 2011 г. 3,8%. Помимо этого, аналитики Citi снизили рейтинг российского рынка до "ниже рынка" в портфеле, сформированном из акций Global Emerging Markets, сославшись на сниженный прогноз цен на нефть в 2012 г. и политические риски, эксперты JP Morgan – наоборот, повысили рейтинг акций российских компаний с "ниже рынка" до "выше рынка", отметив стабильность цен на нефть и тот факт, что политические риски уже учтены в текущих котировках акций российских компаний.

Блок статистики был представлен Росстатом за сентябрь:

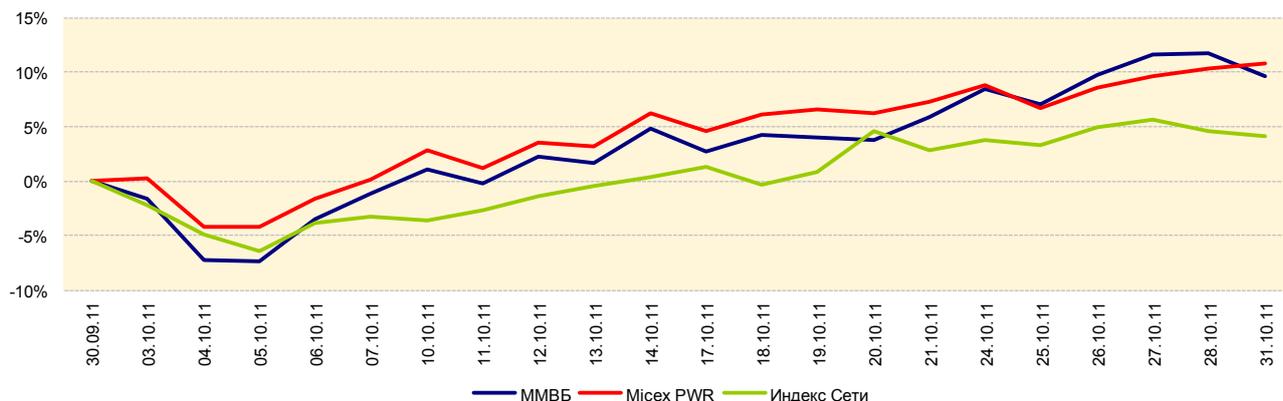
- рост промпроизводства составил 3,9% после увеличения на 6,2% в августе;
- инвестиции в основной капитал выросли на 8,5%;
- реальные располагаемые денежные доходы населения выросли на 3,2%;
- уровень безработицы снизился до 6,0% с 6,1% в августе и 6,5% в июле;
- оборот розничной торговли вырос на 9,2% по сравнению с сентябрем прошлого года.

Кроме того, Росстат сообщил о первом за последние 15 недель росте потребительских цен – за неделю с 11 по 17 и с 18 по 24 октября они прибавили по 0,1%. С начала года цены повысились на 4,9%. В 2011 г. Минэкономразвития ожидает инфляции в 6,5%.

Из других событий сентября можно отметить решение ЦБ РФ оставить без изменения ставку рефинансирования – 8,25% и процентные ставки по операциям Банка России.

Рынок акций компаний электроэнергетики

Компании электроэнергетического сектора в отчетном периоде продемонстрировали сопоставимую в сравнении с рынком в целом динамику: индекс МисехPWR по итогам месяца вырос на 10,8%, индекс ММВБ прибавил 9,7%.



Источник: ММВБ, РТС, расчеты ДКТ

Основной вклад в рост отраслевого индекса МисехPWR в октябре – более половины – внесли акции Холдинга МРСК и ФСК, восстанавливающиеся на фоне появляющейся конкретики в тарифных решениях для электросетевых компаний. В то же время новостной фон по генерирующему сектору выглядел в лучшем случае неоднозначно.

В начале отчетного периода Правление ФСТ установило предельные уровни повышения тарифов на электроэнергию, поставляемую населению, в 5,6-6% с ростом 1 июля 2012 г., тарифов на тепло – в 4-6% с 1 июля 2012 г. и 4,5% (к максимуму с 1 июля 2011 г.) – с 1 сентября 2012 г. Как отметили отраслевые аналитики, в целом негативно оценившие данную новость, тарифы на электроэнергию ФСТ совпадают с предложениями Минэкономразвития, на теплоэнергию – уступают им, что может оказать давление на чистую прибыль некоторых ТГК.

По расчетам Уралсиба, в связи с последними изменениями Мосэнерго недополучит 8% от прогнозирувавшейся на 2012 г. EBITDA, а ТГК-1 – 8,9%. Кроме того, по мнению экспертов БКС, минимальные планки по тарифам предполагают не только отсутствие индексации хотя бы на уровень инфляции, но и подразумевают наличие инструментов для небольшого снижения.

В середине октября генерирующие компании оказались под давлением информации о том, что министерства и ведомства разработали поправки в постановление правительства №1172 о правилах работы оптового энергорынка, которые приводят к усилению контроля за формированием цен в ходе конкурентного отбора мощности (КОМ) на 2012 год, вступая в силу 21 октября. Согласно поправкам, дополнительный контроль за ценами призваны обеспечить, в частности, такие меры, как понижение замыкающей заявки до уровня предпоследнего предложения, по которому будет формироваться маржинальная цена в ходе КОМ, а также увеличение доли тарифицируемого объема мощности на КОМ.

По мнению аналитиков Альфа-Банка, дополнительные средства контроля за ценами создадут значительный риск снижения итоговых тарифов на старые мощности. Только применение первого механизма, по оценке отраслевых экспертов, может понизить стоимость «старой» мощности в среднем на 30 тыс. рублей за 1 МВт.

В целом, как отметили аналитики по сектору, поправки окажут давление на окончательные цены и могут быть негативно восприняты инвесторами в акции генерирующих компаний, до сих пор являвшихся одними из фаворитов на фоне сдерживания темпов роста тарифов на электроэнергию.

В то же время, по данным Ведомостей, НП «Совет производителей энергии» обратился в ФСТ и Минэкономразвития с просьбой не вводить price cap для Сибири и индексировать регулируемые тарифы на инфляцию, что, по словам аналитиков БКС, ООО «Депозитарные и корпоративные технологии», ноябрь 2011 г.

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», октябрь 2011 г.

может оказать поддержку генерирующим компаниям. По информации газеты, Минэкономразвития готово поддержать предложения генераторов – аналогичные идеи прозвучали от министра Э. Набиуллиной ранее. Между тем, как заявил премьер-министр В. Путин, решение об ограничении роста тарифов в сфере ЖКХ не подлежит пересмотру, и должностные лица должны прекратить заявления на эту тему.

На этом фоне отраслевые эксперты приступили к корректировке моделей оценки акций генерирующих компаний. При том, несмотря на понижение оценок, аналитики в большинстве случаев сохранили рекомендации «покупать», отметив привлекательность покупки бумаг наиболее устойчивых генераторов на текущих уровнях.

В частности, эксперты Goldman Sachs понизили прогнозные цены акций анализируемых электрогенерирующих компаний РФ на 10-59%, прогноз выручки был в среднем понижен на 6–7%. В свою очередь, аналитики Уралсиба скорректировали модель генерирующего сектора, в результате чего снижение целевых цен акций компаний составило 14–48%, а прогноз EBITDA был понижен на 5–35%.

В конце месяца тема сдерживания темпов роста тарифов на электроэнергию получила дальнейшее развитие. По сообщению РБК daily, президент Д. Медведев поручил правительству в срок до 30 декабря пересмотреть систему ценообразования у гарантирующих поставщиков (ГП) электроэнергии, «приняв меры по недопущению получения необоснованных доходов, в том числе за счет перехода от расчета средневзвешенных нерегулируемых цен по числу часов использования мощности к расчету по ценовым категориям». Данная мера призвана снизить ценовое давление, прежде всего на предприятия мелкого и среднего бизнеса, покупающие электроэнергию по одноставочным тарифам, лишив сбытовые компании дополнительного дохода помимо сбытовой надбавки.

Впоследствии, 28 октября, Минэкономразвития опубликовало подготовленный ведомствами проект постановления правительства РФ «О внесении изменений в некоторые акты правительства РФ в части необходимости совершенствования отношений между поставщиками и потребителями электрической энергии на розничном рынке», в пояснительной записке к которому обосновывается необходимость изменения существующей модели функционирования ГП.

Согласно отчету, по результатам анализа «можно констатировать, что необоснованные дополнительные доходы энергосбытовых организаций, являющихся гарантирующими поставщиками, в 3–4 раза могут превышать устанавливаемую органами регулирования сбытовую надбавку», что может увеличивать конечную цену на электроэнергию для потребителей от 5 до 7%. Принятие же новых правил, полагают в Минэкономразвития, позволит исключить необоснованные доходы гарантирующих поставщиков, снизить цены на электрическую энергию и мощность и в полном объеме получать эффект от реализации потребителями мероприятий по повышению энергоэффективности.

По оценкам отраслевых аналитиков, главный удар в случае принятия данного предложения придется на Интер РАО, в меньшей степени пострадает РусГидро. При этом, как полагают в Дойче Банке, сбытовые компании постараются заблокировать подобное нововведение.

Среди других новостей электроэнергетических компаний, публиковавшихся в октябре, можно отметить следующие:

- Согласно информации СО ЕЭС, потребление электроэнергии за 9 месяцев 2011 г. продемонстрировало рост на 1,4% г/г, в сентябре потребление в России выросло на 0,7%. При этом в части статистики по выработке электроэнергии, отраслевые эксперты обратили внимание на значительное ее увеличение на собственной генерации промпредприятий. Так, в августе и сентябре выработка энергии на промышленных электростанциях была на 9% выше уровня 2010 г., тогда как производство в энергосистеме росло довольно низкими темпами – 0,9% в августе и 4,6% в сентябре.

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», октябрь 2011 г.

Как отметило издание Коммерсант, в июле-сентябре 2011 г. основной прирост производства электроэнергии в России впервые обеспечила собственная генерация предприятий, что может означать, что крупные потребители из-за высоких цен на энергию постепенно переходят на самообеспечение, что является негативом для отрасли. Тем не менее, по мнению экспертов Открытия, пока рано говорить об устойчивой тенденции к росту собственного производства электроэнергии на электростанциях промпредприятий ввиду отсутствия заметных ценовых сигналов – на оптовом рынке электроэнергии цены близки к прошлогодним.

- Минэнерго выступило с предложением направить до 2020 г. около 70 млрд руб. бюджетных средств на реализацию региональных программ по повышению энергоэффективности. Соответствующий проект распоряжения был внесен ведомством в правительство.

- Как сообщило издание РБК daily со ссылкой на замминистра экономического развития О. Фомичева, министерство выступило с предложением рационализировать затраты компаний на инновации. По оценке Минэкономразвития, инновационные программы корпораций, составленные еще до утверждения бюджета на 2012-2014 гг., переоценены на 40%, и с 1 февраля должны быть адаптированы под бюджетные реалии. «С февраля мы будем запрашивать у компаний информацию о реализации инновационных программ. У нас достаточно жесткий график – есть поручение президента к 1 марта представить комплексный доклад о ходе реализации программ», – заявил замминистра.

- По заявлению главы Сибирского филиала Системного оператора А. Хлебникова, регионы Сибири этой зимой будут испытывать дефицит резерва мощности – фактический резерв составляет 3,7 ГВт при нормативном резерве в 3,9 ГВт. По оценке экспертов ВТБ Капитала, новость подтверждает сложность ситуации с мощностями в России и еще раз указывает на необходимость инвестиций в модернизацию базы активов, а также в увеличение мощностей, что, как полагают аналитики, начнется только после выборов.

Рынок акций распределительных компаний

Динамика акций распределительных компаний в целом выглядела хуже динамики отраслевого Мисех PWR - индекс Сети повысился на 4,2% против роста Мисех PWR на 10,8%. Давление на акции компаний распределителя оказывала неопределенность, обусловленная продекларированной властями необходимостью «перезагрузки» RAB-регулирования.

Первые шаги регулятора по этому вопросу последовали во второй декаде октября. Как сообщило издание РБК daily, ФСТ выступила с предложением установить в качестве срока окончания первого периода регулирования для распределительных компаний, перешедших на RAB, дату не ранее 1 июля 2017 года. Таким образом, подсчитали в РБК, для восьми подразделений МРСК, перешедших на RAB еще в 2009 году, срок продлен до восьми с половиной лет, для девяти филиалов холдинга (перешли на новый метод с 2010 года) – до семи с половиной лет.

Как отметили аналитики HSBC, изменение утвержденных правил в очередной раз подрывает доверие инвесторов к компаниям сектора. По мнению директора Фонда энергетического развития, продление сроков не позволяет корректировать растущую базу капитала через три года, как предполагалось ранее, что уменьшает доходность МРСК. В то же время эксперты JPMorgan высказали более оптимистичную точку зрения, отметив, что, во-первых, в текущих ценах учтен весь негатив, во-вторых, в последующем срок RAB-регулирования будет все же ограничен пятью годами, и, наконец, сама новость является благоприятной для компаний сектора, поскольку действия регулятора начинают снижать степень неопределенности в секторе.

Появлением некоторой конкретики в части «перезагрузки» RAB-регулирования, не развеявшей, однако, опасений участников рынка окончательно, отметился конец октября. По данным издания РБК daily со ссылкой на источник в Минэкономразвития, тарифные решения, принятые в отношении «дочек» Холдинга МРСК до 2011 года, с 1 июля 2012 года будут отменены, а перевод на RAB будет произведен заново, с учетом тарифных ограничений. Предполагается, что под секвестр попадут база капитала, норма доходности «старой базы», операционные расходы, капитальные затраты с учетом мер по повышению их эффективности. В то же время в отношении новых инвестиций сохраняются рыночные правила возвратности капитала и его стоимости. При этом период регулирования, по словам источника РБК daily, увеличен не будет – пять лет (до середины 2017 года). Планируется, что новые тарифные решения для МРСК будут подготовлены до 1 апреля 2012 года.

Как отметили отраслевые аналитики, в целом нейтрально прокомментировавшие данную новость ввиду ее ожидаемости, текущая ситуация вокруг тарифов создает неопределенность в оценке МРСК, что может быть отчасти или полностью учтено рынком после значительного падения акций МРСК в 2011 г.

В сложившейся ситуации аналитики продолжили пересмотр своих оценок.

- Список банков, поместивших целевые цены по акциям компаний распределителя на пересмотр, пополнился компанией ТКБ Капитал, эксперты которой отметили следующее: «Из-за тарифных ограничений по итогам 2011 можно ожидать сохранения неубедительных финансовых результатов компании. Следует отметить, что до конца года в рамках тарифных решений на 2012 г. ожидается сокращение базы RAB при возможном снижении ставок доходности на капитал для ряда распределительных компаний. В связи с этим мы полагаем, что давление на котировки и неопределенность в сегменте распределительных сетей сохранятся до конца года».

- Дойче Банк понизил, впрочем, очень незначительно – на 6-13% – прогнозные цены для Холдинга МРСК, МОЭСК, МРСК Центра и МРСК Приволжья, оставив рекомендации «покупать» без изменений. «Учитывая отсутствие ясности, связанной с величиной пересмотренных значений базы RAB и доходности на инвестированный капитал, которая может сохраняться в течение, как минимум, полугода, мы приняли ООО «Депозитарные и корпоративные технологии», ноябрь 2011 г.

решение учесть при оценке стоимости акций МРСК премию за регуляторный риск в размере 1%», – говорится в обзоре банка.

По мнению экспертов Дойче Банка, «перезагрузка» RAB для МРСК выглядит «неизбежно» и, согласно расчетам, текущие цены уже предполагают возможность снижения RAB на 28% для Холдинга МРСК, 7% – для МОЭСК, 33% – для МРСК Центра и 35% для МРСК Центра и Приволжья.

- Эксперты Открытия понизили оценку акций МРСК в среднем на 12%, также сохранив для большинства МРСК рекомендацию «покупать». При этом аналитики сообщили, что по-прежнему настороженно относятся к покупкам в распредсекторе, отметив, в первую очередь, разочарование инвесторов в связи с фактической отменой RAB-регулирования.

Что касается других упоминаемых драйверов роста, в частности, приватизации, то аналитики компании скептически оценили возможность ее реализации в существующих условиях. Обоснованность данной точки зрения косвенно подтвердил глава холдинга Н. Швец, отметивший в ходе организованного ВТБ Капиталом инвестиционного форума отсутствие необходимости в приватизации сетевых компаний – учитывая «эффективную» долю государства на уровне 30% в региональных МРСК и аналогичную долю «важных» миноритарных акционеров в лице различных банков и фондов.

В части дальнейшей динамики акций распредсектора ряд экспертов считает, что с появлением бóльшей конкретики в части «перезагрузки» RAB, акции МРСК начнут восстановление. Так, аналитики ВТБ Капитала предположили, что акции МРСК приблизились к точке поворота – в текущих ценах заложено 50%-ное сокращение базы RAB, тогда как, по оценкам экспертов, регулятор ограничится ее снижением на 20-30% в рамках заявленных среднегодовых темпов роста тарифов в 11% для сетевых компаний. Аналитики Альфа-банка, возобновив покрытие акций холдинга, также выразили уверенность в том, что акции Холдинга МРСК, будучи самыми ликвидными бумагами в секторе, первыми отреагируют на разрешение тарифного вопроса.

Среди новостей отдельных компаний сектора можно отметить информацию о допэмиссиях ряда компаний:

- МРСК Северного Кавказа планирует до конца 2011 года разместить 44,63 млн допакций номиналом 1 руб. по цене 92,5 руб. за штуку и привлечь, таким образом, свыше 4 млрд руб. Как говорится в материалах компании, параметры допэмиссии были утверждены в ходе заседания совета директоров. Предполагается, что средства, полученные в результате размещения, будут направлены на решение задач в рамках комплексной программы по снижению потерь. После допэмиссии уставный капитал МРСК Северного Кавказа вырастет в 2,5 раза – до 74,1 млн руб.

Отраслевые аналитики в целом неоднозначно встретили данную новость, отметив риск значительного размывания стоимости долей миноритарных акционеров. При этом ряд экспертов обратил внимание на существенную премию цены размещения к рынку, 33% на дату анонсирования планов.

- 23 ноября состоится совет директоров Кубаньэнерго, в повестку которого включен вопрос о размещении дополнительных 97,48 млн обыкновенных акций номинальной стоимостью 100 руб. каждая по цене 103,44 руб. за бумагу на общую сумму 9,75 млрд руб.

- Совет директоров Ленэнерго решит вопрос о размещении допэмиссии 273,24 млн обыкновенных акций номиналом 1 руб. по цене 14,56 руб. каждая 25 ноября. Как отметили аналитики БКС, цена размещения Ленэнерго выглядит довольно низкой.

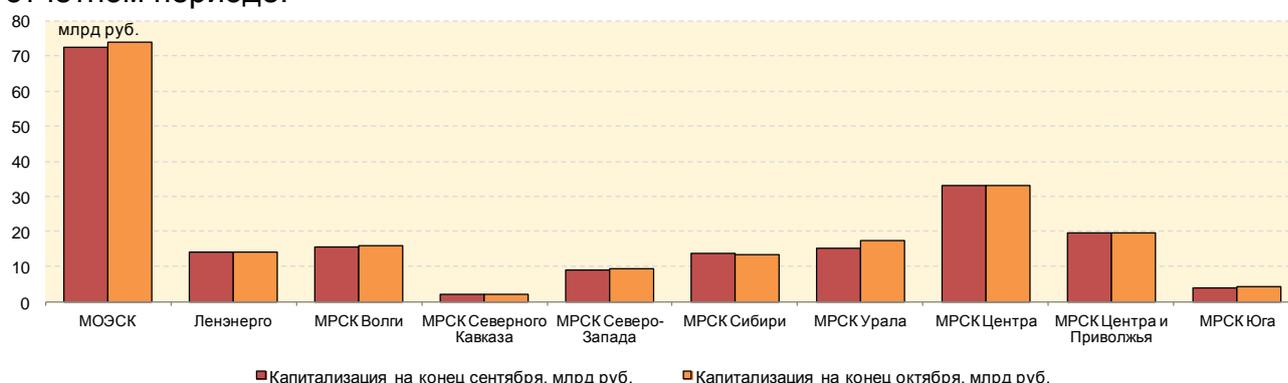
Помимо сообщений о допэмиссиях, новости компаний сектора в отчетном периоде включали сообщение Интерфакса со ссылкой на пресс-секретаря премьера РФ Д. Пескова, согласно которому Правительственная комиссия по контролю за

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», октябрь 2011 г.

осуществлением иностранных инвестиций в стратегические отрасли одобрила передачу Томской РСК в доверительное управление от Холдинга МРСК дочерней компании французской EDF – ERDF. По оценке аналитиков ВТБ Капитала, Томская РСК может получить преимущество от зарубежных передовых технологий и роста операционных показателей как под управлением EDF, так и – впоследствии – в случае участия EDF в приватизации компании.

Кроме того, ряд экспертов по факту публикации Холдингом МРСК отчетности за 1П2011 г. по МСФО отметил, что представленные результаты холдинга позволяют оценить финансовые показатели отдельных МРСК. В частности, по данным отчетности по сегментам, МОЭСК получила EBITDA в размере 18,9 млрд руб. (рост на 13%), МРСК Юга – 2,097 млрд руб. (рост на 31%), МРСК Северного Кавказа – 2,4 млрд руб. (рост в 1,6 раза). У Кубаньэнерго показатель EBITDA был отрицательным, как и годом ранее – 46 млн руб.

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



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

По итогам октября капитализация МРСК изменилась разнонаправленно. Максимальное снижение показала компания МРСК Северного Кавказа, потерявшая более 6% своей капитализации. Максимальный рост показала МРСК Урала, капитализация которой выросла на 15,5%.

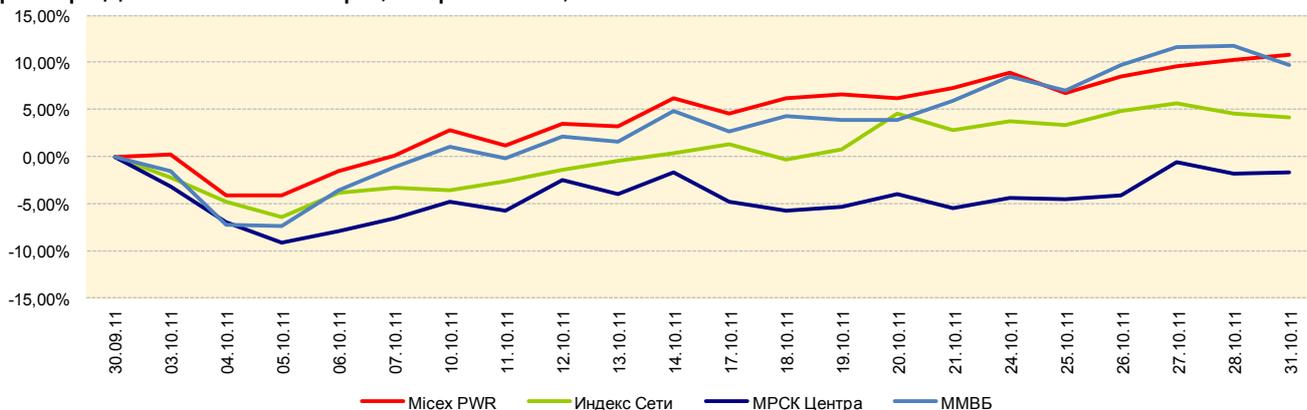
Капитализация МРСК Центра в октябре не изменилась.

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

Общество	Капитализация, млрд руб. (по средневзвешенным ценам на ММВБ)		Изменение за месяц, %
	на 30.09.11	на 31.10.11	
МОЭСК	72,2	73,8	2,2%
Ленэнерго	14,0	14,3	1,7%
МРСК Волги	15,6	16,0	2,4%
МРСК Северного Кавказа	2,2	2,0	-6,3%
МРСК Северо-Запада	9,0	9,5	5,4%
МРСК Сибири	14,6	14,4	-1,1%
МРСК Урала	15,1	17,4	15,5%
МРСК Центра	33,2	33,2	0,0%
МРСК Центра и Приволжья	19,8	19,7	-0,5%
МРСК Юга	4,0	4,3	7,2%

Рынок акций ОАО «МРСК Центра»

Акции МРСК Центра завершили месяц снижением котировок на 1,7% по ценам последних сделок на ММВБ. Индекс Сети, отражающий динамику акций компаний распределительного сектора, вырос на 4,2%.



Источник: ММВБ, расчеты ДКТ

В октябре динамика акций МРСК Центра была хуже динамики индексов MircexPWR и Индекса Сети. По итогам месяца акции компании продемонстрировали отрицательную динамику, тогда как индекс Сети вырос на 4,2%, а MircexPWR прибавил 10,8%.

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

Биржевая площадка	Количество сделок	Объем, шт.	Объем, млн руб.
РТС (классический) ¹⁾	1	1 000 000	0,91
РТС (биржевой)	1	20 000	0,02
ММВБ	2 010	32 119 000	24,11

1)- включая адресные сделки

В октябре на РТС было заключено всего 2 сделки на сумму менее 1 млн руб. Основные торги проходили на бирже ММВБ, где оборот по акциям МРСК Центра составил около 32,0 млн шт. или 0,08% от общего количества акций компании. Оборот по бумагам компании в октябре по сравнению с предыдущим месяцем упал в 3,5 раза. Среднедневной объем торгов составил около 1,5 млн шт., тогда как в прошлом месяце данный показатель находился на уровне 5,0 млн шт.

По акциям МРСК Центра средний bid-ask спрэд¹ снизился с 0,74% до 0,61%.

Среди событий МРСК Центра, нашедших отражения в комментариях аналитиков в отчетном периоде, можно отметить встречу аналитиков БКС с менеджментом компании.

14 октября – аналитики БКС встретились с менеджментом компании

БКС	+	<p>Тарифы и инвестпрограмма. Вслед за ограничением динамики тарифов на электроэнергию компания сокращает инвестиционную программу: план капвложений на 2011 г. уже скорректирован на 20%, до RUR 15 млрд., а в 2012 г. останется на уровне текущего года или даже ниже. В дальнейшем компания также планирует снижать инвестпрограмму в целях сохранения показателя Net Debt/EBITDA на приемлемых уровнях (3x). МРСК Центра не ожидает сокращения тарифов для филиалов с 1 января – напомним, что такую возможность регионам предоставила ФСТ, установив минимальную планку индексации цен на электроэнергию в размере 99% к уровню 2011 г.</p> <p>Оптимизация операционных затрат. Параллельно МРСК Центра работает над сокращением операционных издержек. По итогам 2011 г. снижение подконтрольных операционных затрат составит RUR 800 млн. В первую очередь в рамках этой программы сокращены расходы на персонал, а именно</p>
-----	---	--

¹ Спрэд рассчитан как (ask/bid-1)

	<p>исполнительный аппарат: уменьшение среднесписочной численности по итогам 9М11 составило 7%.</p> <p>Дополнительные доходы. МРСК Центра увеличивает активность в сфере оказания сервисов и услуг, которые обеспечат ей дополнительный доход, таких как энергоаудит и проектирование. Кроме регионов работы своих филиалов МРСК смотрит и на соседние области. По оценкам менеджмента, реализация этой программы в следующем году может принести МРСК Центра дополнительно около 3% ожидаемой выручки. Доля другой статьи доходов, не связанной с передачей электроэнергии, – платы за присоединение к сети, – по итогам 2011 г. оценивается в 2.3%. В последующие годы ее вклад будет постепенно снижаться и с 2013 г. будет составлять менее 1%.</p> <p>«Последняя миля». На трех крупных промышленных потребителей МРСК Центра приходится порядка 15% от общего объема передачи электроэнергии в 2011 г. Менеджмент МРСК Центра полагает, что данная ситуация сохранится и после 2014 г. – до тех пор, пока не будет решена проблема перекрестного субсидирования между промышленностью и населением.</p> <p>Консолидация региональных сетевых активов. МРСК Центра также реализует программу по консолидации так называемых территориальных сетевых организаций (ТСО), которые зачастую являются посредником между МРСК и конечным потребителем. Программа, рассчитанная на 5 лет, оценивается в RUR 13 млрд. Кроме их приобретения МРСК Центра рассматривает и другие инструменты – долгосрочную аренду или концессию.</p> <p>Приватизация и «перезагрузка» RAB. По этим вопросам МРСК Центра придерживается позиции Холдинга МРСК, а именно ожидает сокращения доходности на «старый» капитал, неизменности базы капитала, а также ужесточения контроля за исполнением инвестпрограмм. <u>Менеджмент не считает, что приватизация произойдет ранее 2013 г., и пока не отмечает интереса к компании стратегических инвесторов.</u></p> <p>Корпоративное управление. Менеджмент МРСК Центра готовит запуск спонсируемой программы депозитарных расписок на акции компании в 4K11- 1K12, <u>а в среднесрочной перспективе планирует листинг GDR на LSE. Также МРСК Центра в настоящее время разрабатывает опционную программу для менеджмента. Мы положительно оцениваем действия компании, направленные на повышение ликвидности ее акций и рост капитализации.</u></p>
--	--

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

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

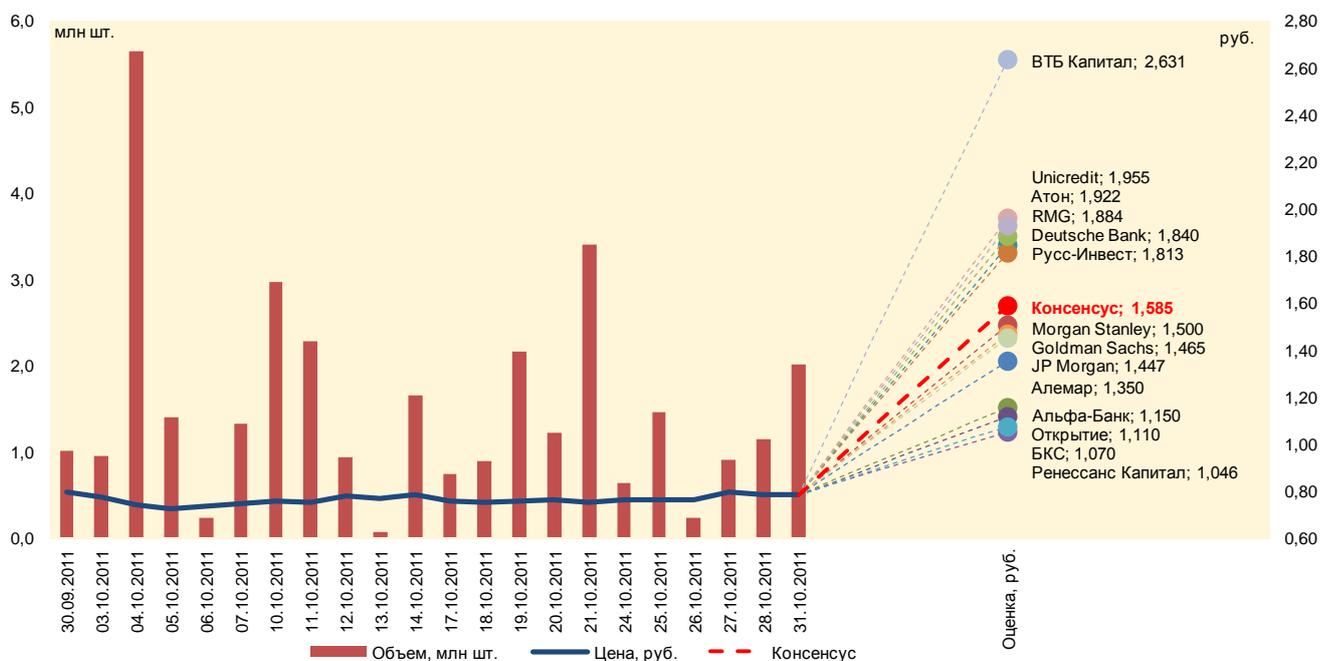
Компания	Оценка (прогноз)		Потенциал роста	Дата обновления	Рекомендация ⁴
	\$	руб. ²			
<i>Оценки в рублях</i>					
1 Альфа-Банк	0,038	1,150	47%	17.10.2011	Выше рынка
2 Открытие	0,037	1,110	42%	11.10.2011	Покупать
3 Deutsche Bank	0,062	1,840	136%	03.10.2011	Покупать
4 Русс-Инвест	0,061	1,813	132%	29.03.2011	-
5 Алемар	0,045	1,350	73%	28.03.2011	Держать
6 Morgan Stanley	0,050	1,500	92%	31.01.2011	equal-weight
<i>Оценки в долларах США</i>					
7 Атон	0,0643	1,922	146%	27.10.2011	Покупать
8 Unicredit	0,0654	1,955	151%	19.10.2011	Покупать
9 Rye, Man & Gor Securities	0,063	1,884	142%	18.10.2011	Спекул.покупать
10 Ренессанс Капитал	0,035	1,046	34%	19.09.2011	Покупать
11 БКС	0,0358	1,070	37%	12.08.2011	Покупать
12 Goldman Sachs	0,049	1,465	88%	15.07.2011	Покупать
13 ВТБ Капитал	0,088	2,631	237%	17.02.2011	Покупать
14 JP Morgan	0,0484	1,447	86%	03.12.2010	Neutral
<i>Оценки на пересмотре и не входящие в консенсус</i>					
15 Тройка Диалог ¹	0,052-0,069			04.03.2011	-
16 Метрополь					Пересмотр
17 ТКБ Капитал					Пересмотр
18 Газпромбанк					Пересмотр
19 Уралсиб					Пересмотр
Консенсус	0,053	1,585	103%		
Текущая цена ³		0,7799			

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 31.10.11 г.
3. Последняя цена на ММВБ 31.10.11 г.
4. *neutral* - определение JP Morgan - ожидание того, что на протяжении последующих 6-12 месяцев доход по этой акции будет сопоставим со средним доходом по акциям компаний отрасли, "покрываемой" данным аналитиком (или командой аналитиков); *equal-weight* - определение Morgan Stanley - ожидание того, что на протяжении последующих 12-18 месяцев доход по этой акции (прирост стоимости + дивидендная доходность) будет на уровне среднего дохода по акциям компаний отрасли, "покрываемой" данным аналитиком (или командой аналитиков).

Несмотря на снижение цены акций МРСК Центра на 1,7%, рублевый потенциал роста по состоянию на конец отчетного периода по сравнению с концом прошлого месяца уменьшился с 116% до 103%, основной причиной снижения потенциала стало укрепление курса рубля более чем на 6% и пересмотр оценок аналитиками Deutsche Bank, Открытие и Альфа-Банк.

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



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

В отчетном периоде:

- Аналитики Дойче Банка понизили целевую цену по акциям МРСК Центра на 8% – с 1,99 руб./акция до 1,84 руб./акция, сохранив при этом рекомендацию «Покупать». В обновленной модели эксперты учли премию за регуляторный риск в размере 1% ввиду неопределенности, связанной с величиной пересмотренных значений базы RAV и доходности на инвестированный капитал. В то же время, по мнению аналитиков банка, «перезагрузка» RAV для МРСК выглядит «неизбежно» и, согласно расчетам, текущие цены уже предполагают возможность снижения RAV на 28% для Холдинга МРСК.

- Эксперты Открытия снизили справедливую стоимость акций МРСК Центра на 3% – с 1,14 руб. за акцию до 1,11 руб. за бумагу. Рекомендация «Покупать» была сохранена.

Как отметили аналитики в сопроводительном комментарии, в новую модель были заложены увеличенное значение WACC (13,2% против ранее учитываемых 12,6%), новая дата пересмотра тарифов (1 июля 2012 г.), а первый прогнозный период был смещен с 2011 г. на 2012 г. По мнению экспертов, RAV регулирования в его первоначальном виде «больше не существует», а тарифы, скорее всего, будут устанавливаться ежегодно, что значительно увеличит волатильность сектора МРСК.

- Аналитики RMG изменили рекомендацию по сектору МРСК с «Покупать» на «Спекулятивно Покупать».

«Текущая ситуация вокруг тарифов создаёт неопределённость в оценке МРСК, что может быть отчасти или полностью учтено рынком после значительного падения акций МРСК в 2011г. В нашей оценке МРСК использовались консервативные предположения темпов роста тарифов на уровне 10%, 8%, 8% в 2012-2014 гг., что предполагает значительный потенциал рост по акциям МРСК, однако, в связи с риском неопределённости, мы меняем рекомендации по ним», – говорится в комментарии аналитиков.

- Эксперты Альфа-Банка возобновили покрытие сектора МРСК, в том числе МРСК Центра. Новая прогнозная цена соответствует 1,15 руб. за акцию, рекомендация «Выше рынка». С целью отражения возросших рисков неблагоприятных изменений в сфере регулирования и возможного пересмотра RAV аналитики увеличили WACC и перешли с долларовой на рублевую оценку для большей точности прогнозов. Кроме того, как говорится в отчете экспертов, несмотря на тот факт, что оценка компании чувствительна к снижению RAV, рынки не ожидают, что база RAV будет снижена более чем на 10%, а все прочие риски учтены в оценке за счет более высокого WACC.

Управление по взаимодействию с акционерами ОАО «МРСК Центра», октябрь 2011 г.

- Эксперты ТКБ Капитала после публикации отчетности Холдинга МРСК отозвали рекомендации по акциям компаний распределителя на пересмотр.
- В прошлом месяце Банк Москвы прекратил покрытие акций МРСК Центра в связи с реорганизацией.

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

№	Банк	Дата	Значение оценки			Рекомендация	
			Предыдущее	Обновленное	Изменение	Предыдущая	Обновленная
1	RMG	17.10.2011	\$0,063	\$0,063		Покупать	Спекул.покупка
2	Альфа-Банк	17.10.2011		1,15 руб.			Выше рынка
3	Открытие	11.10.2011	1,14 руб.	1,11 руб.	-3%	Покупать	Покупать
4	Deutsche Bank	03.10.2011	1,99 руб.	1,84 руб.	-8%	Покупать	Покупать

Таким образом, на конец октября аналитическое покрытие акций МРСК Центра осуществляется пятнадцатью банками и инвестиционными компаниями, пять из которых относятся к глобальным брокерским домам. Кроме того, четыре оценки – от Уралсиба, Метрополя, ТКБ Капитала и Газпромбанка – в настоящий момент находятся на пересмотре. Оценка Тройки Диалог представлена как индикативный диапазон цен.