



ПЕТР РУШАЙЛО,  
РЕДАКТОР BUSINESS GUIDE  
«ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ»

ИРРАЦИОНАЛЬНЫЙ ВЫБОР

Парламентские, а за ними и президентские выборы наконец-то наступают. И инвесторы уже начинают пускать слюнки в ожидании грядущего ралли. Аналитики их в этой вере в основном поддерживают с помощью дежурных заклинаний относительно скорого наступления большей политической определенности, снятия соответствующих рисков и т. п. А в качестве аргумента частенько приводят недавнее заявление Владимира Путина о намерении возглавить предвыборный список «Единой России» и остаться в политике и после марта 2008-го — и последовавший за этим бурный рост рынка акций.

Между тем хочется спросить: какого рода политической определенности сейчас не хватает рынку?

В самом деле, представим себе возможные исходы нынешней избирательной кампании.

На парламентских выборах неожиданность возможна только одна — «Единая Россия» не получит контроль над Госдумой. Учитывая то, кто теперь лидер данной партии, едва ли это будет свидетельством снятия политической напряженности.

Что касается президентских выборов, здесь, конечно, вариантов больше. Например, будет изменена Конституция и Владимир Путин останется на третий срок — в той же должности или как премьер-министр со специально прописанными под него лично расширенными полномочиями. Или, как недавно было предложено, просто станет «национальным лидером» или, по сути, кем-то вроде абсолютного монарха. Это тоже, конечно, своего рода снятие напряженности, но, возможно, не совсем того рода, который устроит западных инвесторов.

Остальные же варианты предполагают ослабление политических позиций нынешнего президента и смену власти в стране, что для России пока в диковинку, а значит, политической стабилизацией названо может быть лишь с большой натяжкой.

Все сказанное, конечно, не означает, что предвыборного ралли не будет — не стоит переоценивать способность рынка к рациональному мышлению. Но полезно вспомнить следующее. Четыре года назад, когда было понятно, что после президентских выборов ничего кардинально не изменится, предвыборное ралли все же состоялось. Тогда в период с начала декабря до середины апреля индекс РТС вырос почти на 50%. Но уже к началу июня вернулся на те же позиции, с которых стартовал.



КОЛОНКА РЕДАКТОРА

# ЖИЗНЬ ПОСЛЕ СМЕНЫ

## 26 ОКТЯБРЯ НА ВНЕОЧЕРЕДНОМ СОБРАНИИ АКЦИОНЕРЫ РАО «ЕЭС РОССИИ» ПРИНЯЛИ РЕШЕНИЕ О ЗАВЕРШЕНИИ РЕОРГАНИЗАЦИИ ХОЛДИНГА К 1 ИЮЛЯ 2008 ГОДА. ПО ЕЕ ИТОГАМ АКЦИОНЕРЫ ПОЛУЧАТ АКЦИИ КОМПАНИЙ ЦЕЛЕВОЙ СТРУКТУРЫ ОТРАСЛИ, А РАО «ЕЭС РОССИИ» ПРЕКРАТИТ СВОЕ СУЩЕСТВОВАНИЕ. ВГ РЕШИЛ РАЗОБРАТЬСЯ, КАКИЕ ИЗ БУМАГ НОВЫХ ЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ СМОГУТ СТАТЬ ДОСТОЙНОЙ ЗАМЕНОЙ АКЦИЯМ РАО ЕЭС В ПОРТФЕЛЯХ ИНВЕСТИТОРОВ. МИХАИЛ СМЕРНОВ

ЗАДАЧА С ТРЕМЯ НЕИЗВЕСТНЫМИ

Основные задачи энергетики сегодня — наращивание выработки электроэнергии и ускоренная модернизация генерирующих мощностей. Поэтому и рассмотрение промежуточных итогов реформы РАО «ЕЭС России» уместно проводить под этим углом зрения.

Очевидно, что в ближайшие годы рост потребления энергии будет расти все более быстрыми темпами. Причем, в отличие от советской ситуации, когда основными потребителями были промышленные предприятия, с запросами и экономическими возможностями которых согласовывалась конфигурация энергетической отрасли, сегодня население играет многократно большую роль как потребитель. А это уже не позволяет административными методами решить обозначенные вопросы. Кондиционеры и обогреватели, равно как и прочая домашняя техника, будут устанавливаться вне зависимости от желания властей, а это означает, что города будут потреблять все больше электроэнергии. В наиболее холодные периоды нагрузка на энергосистему будет возрастать в разы, как это уже показала, например, зима 2006 года в Москве.

Если в целом по стране уровень использования установленных мощностей электростанций можно определить как средний, то в наиболее крупных городских агломерациях ощущается острый дефицит мощностей. Но именно эти регионы являются наиболее динамичными и, нельзя забывать, влиятельными на политическом и электроральном поле России. Прежде всего речь идет о Московском регионе, Ленинградской области и Санкт-Петербурге, Нижегородской, Свердловской, Челябинской, Тюменской областях, а также Пермском и Краснодарском краях и Республике Коми.

С этой точки зрения государство, казалось бы, подготовило для вновь создаваемых энергетических компаний все условия — спрос не удовлетворен, приходи и зарабатывай.

Однако «зарабатывать» мешает целый ряд факторов — это и регулируемые тарифы, и проблемы с топливом для станций, и, конечно, рост стоимости топлива — прежде всего газа.

Эти два фактора существенно искривляют задумку РАО по установлению в России, наверное, самого либерального энергетического рынка в мире. И, соответственно, их нельзя не принимать во внимание при рассмотрении перспектив развития отрасли.

Таким образом, государственным и частным инвесторам в энергетику предстоит решать обозначенные задачи расширения и модернизации мощностей в условиях, когда львиную долю доходов будут отнимать поставщики топлива, потолок тарифов будут задавать чиновники, а потребность в электроэнергии будет во многом определяться спросом со стороны домохозяйств.

**ГАЗОВЫЙ ДИСБАЛАНС** В России доля газа в топливном балансе составляет почти две трети. В последние годы эта доля уверенно росла, так как газовые станции для решения тактических задач более привлекательны: их можно быстрее построить, они менее опасны для экологии, плюс к этому стоимость газа находилась на очень низком уровне.

Но сейчас ситуация меняется. Во-первых, дальнейшее расширение газовой энергетики практически невозможно ввиду отсутствия у «Газпрома», как основного поставщика газа в отрасль, необходимых объемов этого топлива — поставки на зарубежные рынки расписаны на годы вперед, и для исполнения этих контрактов монополии уже приходится закупать газ у партнеров в СНГ. Энергетики в этих условиях не могут быть уверены, что планы по вводу новых мощностей генерации будут полностью удовлетворены газом, несмотря на то что существуют долгосрочные договоры на объемы поставок: в 2008 году — 166,9 млрд кубометров, в 2009-м — 174,8 млрд, в 2010-м — 186 млрд.

Во-вторых, цена газа постепенно растет и в ближайшие годы будет близка к мировым уровням за минусом расходов на транспортировку и пошлин. Поэтому сейчас достаточно сложно прогнозировать не только срок окупаемости вложений в отрасль (на топливо сейчас у некоторых ТГК приходится более 70% затрат), но и вообще сроки ввода новых объектов.

| ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОГК И ТГК И РЕКОМЕНДУЕМЫЕ ЦЕНЫ НА ИХ АКЦИИ |                                   |                 |                        |           |                       |                                      |              |            |
|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------|------------------------|-----------|-----------------------|--------------------------------------|--------------|------------|
| КОМПАНИЯ                                                         | ДОЛЯ ГАЗА В ТОПЛИВНОМ БАЛАНСЕ (%) | МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ |                        |           | ЦЕНА НА 15.11.07 (\$) | РЕКОМЕНДАЦИИ (СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА, \$) |              |            |
|                                                                  |                                   | P/E             | EV/GENERATION (\$/MWT) | EV/EBITDA |                       | БАНК МОСКВЫ                          | ФК «УРАЛСИБ» | АЛЬФА-БАНК |
| ОГК-1                                                            | 92                                | 24,2            | 106                    | 15,6      | 0,115                 | 0,12                                 | 0,2          | 0,117      |
| ОГК-2                                                            | 72                                | 45,4            | 69                     | 28,3      | 0,129                 | 0,16                                 | 0,34         | 0,17       |
| ОГК-3                                                            | 58                                | 155,7           | 125                    | —         | 0,146                 | 0,145                                | 0,27         | 0,17       |
| ОГК-4                                                            | 83                                | 42,6            | 122                    | 26,5      | 0,129                 | 0,105                                | 0,19         | 0,101      |
| ОГК-5                                                            | 54                                | 287,4           | 142                    | 60        | 0,1725                | 0,135                                | 0,26         | 0,151      |
| ОГК-6                                                            | 57                                | 2,7             | 109                    | 2,7       | 0,1215                | 0,15                                 | 0,28         | 0,17       |
| ТГК-1                                                            | 87                                | —               | 171                    | —         | 0,0013                | 0,0015                               | 0,0024       | 0,0014     |
| ТГК-2                                                            | 66                                | —               | 130                    | —         | 0,001                 | —                                    | 0,0019       | 0,001      |
| ТГК-3                                                            | 97                                | 32,7            | 114                    | 18,5      | 0,26                  | 0,26                                 | 0,43         | 0,208      |
| ТГК-4                                                            | 98                                | 35,9            | 146                    | —         | 0,001                 | —                                    | 0,0016       | 0,0013     |
| ТГК-5                                                            | 95                                | 60,8            | 86                     | —         | 0,001                 | 0,0014                               | 0,0027       | 0,0015     |
| ТГК-6                                                            | 86                                | 5               | 97                     | —         | 0,001                 | 0,0012                               | 0,0021       | 0,0013     |
| ТГК-7                                                            | 99                                | 42,9            | 110                    | —         | —                     | —                                    | 0,24         | —          |
| ТГК-8                                                            | 99                                | 14,6            | 122                    | 10,8      | 0,0013                | 0,0011                               | 0,0021       | 0,0013     |
| ТГК-9                                                            | 83                                | 45,1            | 94                     | —         | 0,0078                | 0,0003                               | 0,0006       | 0,0003     |
| ТГК-10                                                           | 96                                | 146,3           | 111                    | —         | 4,09                  | —                                    | —            | —          |
| ТГК-11                                                           | 54                                | —               | —                      | —         | —                     | —                                    | —            | —          |
| ТГК-12                                                           | Н. Д.                             | —               | 76                     | 26,2      | 2,85                  | —                                    | 6,54         | 3,5        |
| ТГК-13                                                           | 0                                 | —               | 78                     | —         | 215                   | —                                    | 445          | 280,5      |
| ТГК-14                                                           | 0                                 | 45,8            | 81                     | —         | —                     | —                                    | 0,0008       | 0,0004     |

ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА

**ПРИНЦИПЫ РАЗДЕЛА** Особенность российской реформы энергетической отрасли состоит в том, что энергосистема в соответствии с некими критериями банально «режется» на кусочки, без добавления новых качеств у вновь создаваемых компаний. Это будут компании, которые полностью будут зависеть от рынка электроэнергии и тепла. В то же время западные рынки, на которые ссылаются в обоснование целесообразности реформы, не дают нам аналогичных примеров.

Западные аналоги в большинстве своем являются вертикально интегрированными компаниями, включающими помимо генерации, передачи и реализации электроэнергии прочие сервисы, отмечает аналитик Собинбанка Тигран Оганесян. В частности, речь идет о телефонных услугах, интернет-сервисах, газовом трейдинге. Кроме того, большинство компаний имеют и горизонтальную интеграцию, объединяя несколько типов генерации, тогда как российские ТГК и ОГК имеют только тепловую генерацию.

Диверсификация позволяет коммунальным компаниям более уверенно чувствовать себя в условиях куда более стабильных, чем в России. Поэтому аналитик ИК «Антанта Капитал» Федор Корначев не исключает, что и в России компании приобретут западные очертания. Впрочем, по прогнозам аналитика «АК Барс Финанс» Елены Юшковой, это случится не скоро, возможно, лет через 30. «Созданным компаниям предстоит пройти очень большой путь, и если бы в их составе были разнопрофильные активы, то им было бы труднее развиваться, выбирать приоритеты. Узкоспециализированной компании легче навести порядок в своем хозяйстве, а затем уже думать о консолидации смежных секторов», — поясняет Елена Юшкова.

А разбираться вновь создаваемым компаниям есть с чем, так как они словно специально ставятся в ситуацию крайней зависимости от воли государства. Во-первых, это зависимость в сфере регулирования тарифов. А во-вторых — зависимость от госмонополий в сфере обеспечения топливом: напрямую от «Газпрома», а косвенно — еще и от РЖД (стоимость перевозки может в два-три превышать стоимость перевозимого угля).

**НОВЫЕ ГЕРОИ** В ходе реформирования РАО ЕЭС основные энергогенерирующие мощности были выделены в 14 территориально-генерирующих компаний (ТГК) и 6 оптово-генерирующих компаний (ОГК).

Основные теплогенерирующие активы РАО ЕЭС общей мощностью более 53 ГВт в настоящее время преобразованы в ОГК. Выделение крупнейших электростанций в ОГК было нацелено на создание более справедливых стартовых условий для компаний (включая количество и качество активов, пропускную способность прилегающих сетей).

Тепловые ОГК ориентированы на выработку электроэнергии для поставок ее на рынок и по долгосрочным конт-



**ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАСШИРЕНИЕ ГАЗОВОЙ ЭНЕРГЕТИКИ ПРАКТИЧЕСКИ НЕВОЗМОЖНО ВВИДУ ОТСУТСТВИЯ У «ГАЗПРОМА», КАК ОСНОВНОГО ПОСТАВЩИКА ГАЗА В ОТРАСЛЬ, НЕОБХОДИМЫХ ОБЪЕМОВ ЭТОГО ТОПЛИВА**

