

брокер перспективы

«Мы наблюдаем затягивание сроков проведения листинга»

Заем с гарантией

авторитетное мнение

О перспективах новых энергетических акций корреспонденту „Ъ“ **Натали Гриб** рассказал руководитель комитета по стратегии и реформированию при совете директоров РАО «ЕЭС России» **Дэвид Херн**.

— В какой последовательности будут выведены оптимальные генерирующие компании (ОГК) и территориальные генерирующие компании (ТГК) на российские и западные биржи?

— Вы помните, что в сентябре на российской бирже вывели акции ОГК № 5, где они в первый день превыполнили стоимость акций самого РАО «ЕЭС России», но потом снизились до разумных пределов. В ноябре-декабре переходит на единую акцию ОГК № 3, и на биржу акции этой компании попадут в начале следующего года. Хотя, по последней информации из РАО ЕЭС, мы наблюдаем процесс затягивания сроков проведения листинга компаний. РАО ЕЭС ссылается на ограничения ФСФР, но я не уверен, что энергохолдинг прикладывает все свои усилия для проведения процедуры листинга. Очевидно, что ФСФР не хочет, чтобы акции ОГК и ТПК попали сразу на зарубежные биржи. Но я абсолютно уверен, что при желании со стороны РАО ЕЭС этот процесс можно было бы ускорить.

— Как вы оцениваете качество рынка акций ОГК и ТПК, их ликвидность и объем торгов по сравнению с ценными бумагами РАО ЕЭС?

— РАО ЕЭС — самая ликвидная бумага в России, и новые компании не будут столь же ликвидны. Это предусмотрено структурой реформирования энергосистемы России. Однако отмечу, что акции ОГК № 3 будут самыми ликвидными из ценных бумаг всех ОГК, потому что там больше всего free float и он практически в полном объеме распределен между портфельными инвесторами. В ОГК № 2 free float тоже есть, но он сильно сконцентрирован в одних руках. В ОГК № 5 больше free float, и он тоже довольно концентриро-



ван. «Мосэнерго» в составе ТПК № 3, несмотря на то что эта компания крупнее многих ОГК, спросом пользоваться будет, но free float у нее фактически отсутствует, поскольку миноритарные пакеты акций «Мосэнерго» поделены между «Газпромом» и правительством Москвы. Это может ограничить повышение капитализации компании.

— Какие вы видите препятствия для роста цены акций ОГК и ТПК на бирже?

— Начнем с того, что на бирже они еще не торгуются, кроме акций «Мосэнерго». Когда начнутся торги, я бы отметил недостатки в первую очередь ТПК. Это меньше по размеру компании по сравнению с ОГК. Кроме того, они производят тепло. И хотя, с одной стороны, диверсификация рисков при наличии другого бизнеса должна повышать спрос на бумаги компании, но поскольку ТПК производят социально важный продукт, регулируемый госструктурами, то инвесторы опасаются входить в ТПК. Мотивация проста — невозможно предотвратить и прогнозировать, к примеру, политические риски. Поэтому часть портфельных инвесторов предпочитают ОГК как более простые и понятные по структуре компании с более прогнозируемыми рисками.

— Портфельные инвесторы активнее вкладывают средства в генерацию, сетевые компании или сбыв?

— Они в первую очередь покупают доли в генерирующих компаниях, меньше — в сетевых. Кто-то покупает пакеты сбытовых компаний, но редко, потому что у них нет никаких активов и через год их может уже не быть.

— Но ведь сегодня через сбытовые компании проходят все основные финансовые потоки при распределении прибыли от продажи электроэнергии.

— Это временный порядок. Когда рынок либерализуется полностью, крупные потребители будут покупать электроэнергию либо напрямую у станций, ОГК или ТПК, либо на спотовом рынке. Кто-то уже вышел на ФОРЭМ (Федеральный рынок электроэнергии и мощности). «Ъ», еще большее количество покупателей энергии попытались, но не смогли. Со временем все желающие выйдут на рынок, и финансовый поток через сбытовые компании обмельчает — из десяти сбытовых компаний исчезнут пять-шесть. Генерация сегодня — это самый понятный вход в энергетику, не обязательно самый лучший или дешевый, но точно самый понятный.

— Какие риски возникают у портфельных инвесторов в случае, если ОГК или ТПК попадут в зависимость от одного мажоритарного акционера?

— Риски здесь понятны. Основной акционер может сместить получение прибыли из рынка продаж электроэнергии в другой сектор. К примеру, СУЭК может поставлять свой уголь на электростанции по высокой цене, а «Уралсиб» — получать прибыль на этапе продажи алюминия, а не электроэнергии. Но в этом случае риски в целом меньше, чем при развитии ситуации, когда мажоритарный акционер — государственный. Понимаете, весь смысл реформы энергетики России заключается в том, чтобы генерирующие компании стали частными.

А риски взаимоотношений между мажоритарными и ми-

норитарными инвесторами регулирует закон, который контролирует эти риски. И глава Федеральной антимонопольной службы Игорь Артемьев должен быть нашим защитником. К примеру, если СУЭК начнет взвинчивать цены или накапливать прибыль в другом месте, то миноритарии могут подать на СУЭК в суд. Есть закон, который нас защищает.

— Вы будете рекомендовать американским и австралийским инвесторам вкладывать средства в генерацию?

— Безусловно. И в первую очередь — в ОГК № 5. Не потому, что я акционер этой компании. Наоборот, я акционер, потому что считаю ее самой передовой. Я в свое время участвовал в процессе формирования всех ОГК и помню, сколько было приложено сил для того, чтобы сделать их равнозначными. ОГК № 5 отличается тем, что она вышла первой на рынок. Кроме того, менеджмент компании имеет опыт эффективного управления другими станциями, сохраняя при этом конструктивный подход к рыночным механизмам. Думаю, что через пару лет стоимость ОГК № 5 значительно увеличится по сравнению с ростом стоимости других ОГК. ОГК № 3 также имеет большой потенциал, я высоко оцениваю деятельность менеджмента, который уже встречается с потенциальными инвесторами.

— ОГК № 5, по нашей информации, будет проходить процедуру листинга на Лондонской фондовой бирже следующей весной. А как с этим у других ОГК и ТПК?

— Я надеюсь, что все генерирующие компании России пройдут процедуру листинга. По моей инициативе был включен в одно из решений совета директоров РАО «ЕЭС России» пункт о том, что все компании, выделяющиеся из РАО, должны пройти процедуру листинга, чтобы их акции могли котироваться на биржах.

рынок облигаций

(Окончание. Начало на стр. 25)

Среди займов с поручительствами третьих лиц есть и свойственные лишь российскому рынку. Если кредитное качество поручителя явно более высокое, чем у эмитента, это может свидетельствовать о наличии аффилированной связи между компаниями. Таковы долговые обязательства инвестиционной компании «Элемтэ» с поручительством «Таттелекома» и долги Славинвестбанка с гарантией банка «Тураналем».

Между тем Артур Аракелян предупреждает о возможном риске при покупке облигаций со сторонней гарантией: «Любая гарантия должна быть юридически правильно оформлена. Если в поручительстве все составлено правильно, то бумага имеет риск только временной. Классический пример временного риска — облигации АИЖК, имеющие государственную гарантию. В случае дефолта по ним пройдет три-шесть месяцев, прежде чем инвесторы смогут вернуть долг».

Любое поручительство от компании с более высоким кредитным качеством уменьшает стоимость заимствования, уверяют аналитики. Ведь в таких случаях, поясняет начальник отдела брокерского обслуживания банка «Еврофинанс Моснарбанк» Андрей Катипунго, лимит устанавливается на кредитное качество поручителя и фактически инвестор покупает долг поручителя, но с более высокой доходностью. По словам главы управления анализа долговых инструментов ФК «Уралсиб» Бориса Гинзбурга, облигации банка «Спурт», выпущенные в ноябре 2004 года под обеспечение ОАО «Нижнекамскнефтехим», рынок фактически рассматривает как риск НКНХ, но с сложной структурой займа и поэтому с рыночной точки зрения дополнительное премия за поручительство необходима. Размещение в ноябре 2004 года бумаги «Спурт-1» сейчас торгуется с доходностью чуть менее 9% годовых к цене на дату выпуска и будет погашен через два года, а облигации НКНХ-3 с доходностью на уровне 8% годовых — к погашению в ноябре 2007 года. В то же

время Андрей Катипунго отмечает: «Даже крупное предприятие имеет лимит на подобные поручительства. Оно обязательно отображать гарантии третьим лицам в своем балансе, что косвенным образом увеличивает его долговую нагрузку». А трейдеры рынка облигаций, в свою очередь, не скрывают, что на бумагах со сторонними поручителями можно хорошо заработать. Те, кто не обращает внимания на поручителей, недооценивают такие бумаги.

Несмотря на перечисленные плюсы выхода на рынок с помощью поручителя, инвесторы говорят, что будущее таких займов не особо понятно. «Таких облигационных займов на рынке очень мало, и в перспективе больше их не будет», — считает Борис Гинзбург. — Сегодняшняя конъюнктура настолько благоприятна для эмитентов третьего эшелона, что смысла в сложных схемах для них нет».

Управляющий фондами облигаций НОМОС-банка Иван Гуминов тоже признает, что

при текущей конъюнктуре бумаги не самого лучшего кредитного качества «спручили» третьими лицами «еще и потому, что имеют слишком маленькую дюрацию. Она, в свою очередь, не может быть длинной, так как на большой срок эмитентам третьего эшелона в долг инвесторы не дают. «Это сложная система поручительства, которая не совсем подходит для открытого рынка облигаций», — продолжает Иван Гуминов. — Инвесторам тяжело оценивать кредитные риски таких эмитентов. А эмитенту проще объяснить систему поручительства одному банку, чем всей инвестиционной обществу. С другой стороны, после долгого ралли на рынке начнется коррекция. Именно тогда и появится интерес к таким бумагам. Поэтому в ближайшее время облигации с поручительствами третьих лиц будут востребованы рынком, а значит, такие эмитенты будут размещаться».

Юлия Чайкина

корпоративные финансы
рынок акций
векселя
консалтинговая деятельность

**ВСЕГДА
АКТУАЛЬНЫЕ
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ
ИДЕИ**

Велес Капитал
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Лицензия ФКББ: №077-06527-100000
брокерская деятельность — №077-06527-100000
дилерская деятельность — №077-06541-010000
депозитарная деятельность — №077-06545-001000
деятельность по управлению ценными бумагами — №077-06545-001000

Тел.: +7(095) 258-1988
Факс: +7(095) 258-1989
mail@veles-capital.ru
www.veles-capital.ru

Энергия перемен

ШОПИНГ

(Окончание. Начало на стр. 25)

Во-вторых, как поведут себя котировки акций новых активов — тоже загадка. Первый опыт вывода на рынок акций сформированной ОГК (ОГК-5) оказался не менее интересным, чем процесс деления и объединения активов региональных АО-энерго. 14 сентября на бирже ММВБ начались торги акциями ОГК-5. В первый день торгов акциями ОГК-5 отдельные котировки выставлялись на уровне 150 руб. за акцию (минимальный уровень был 8 руб. за акцию) — и это при учете того, что эксперты оценивали акции этой компании где-то на уровне 1,4 руб. за акцию. Большинство экспертов в тот момент предположило, что рынок этих акций

просто умело разогрели. Видимо, они были правы, так как к середине ноября эти акции торговались уже по 1,65 руб.

Что теперь будут делать инвесторы, склонившие на мощную PR-кампанию, сопровождавшую появление акций ОГК на рынке, не понятно. Ведь разумность долгосрочных инвестиций также находится под вопросом. «Нынешняя рекордная оценка российских генерирующих активов связана с ожиданием либерализации рынка электроэнергетики и спросом на акции со стороны стратегических инвесторов», — говорят аналитики ФК «Уралсиб». — Оба фактора обуславливают направление роста стоимости российских генерирующих компаний к уровню стоимости восточноевропейских в случае спроса со стороны портфельных инвесторов и к уровню восстановительной стоимости генерирующих активов в случае стратегических покупок. Однако если либерализация рынка задержится, генерирующие компании разочаруют инвесторов своими финансовыми результатами. Более того, контроль промышленных групп может стать причиной применения трансфертных цен, что не отвечает интересам миноритарных акционеров». Правда, если надеяться на лучшее и если реформа пойдет, по крайней мере, в соответствии со средневзвешенным прогнозом, — говорят аналитики ФК «Уралсиб».

Оба фактора обуславливают направление роста стоимости российских генерирующих компаний к уровню стоимости восточноевропейских в случае спроса со стороны портфельных инвесторов и к уровню восстановительной стоимости генерирующих активов в случае стратегических покупок. Однако если либерализация рынка задержится, генерирующие компании разочаруют инвесторов своими финансовыми результатами. Более того, контроль промышленных групп может стать причиной применения трансфертных цен, что не отвечает интересам миноритарных акционеров». Правда, если надеяться на лучшее и если реформа пойдет, по крайней мере, в соответствии со средневзвешенным прогнозом, — говорят аналитики ФК «Уралсиб».

Ольга Бужнова

Состав будущих генерирующих компаний

ОГК-1: Каширская ГРЭС-4, Ириклинская ГРЭС, Нижневартовская ГРЭС, Уренгойская ГРЭС, Пермская ГРЭС, Верхнетагильская ГРЭС.

ОГК-2: Псковская ГРЭС, Ставропольская ГРЭС, Серовская ГРЭС, Сургутская ГРЭС-1, Троицкая ГРЭС.

ОГК-3: Южноуральская ГРЭС, Черепетская ГРЭС, Костромская ГРЭС, Печорская ГРЭС, Гузюлинская ГРЭС, Харанорская ГРЭС.

ОГК-4: Шатурская ГРЭС-5, Яйвинская ГРЭС-16, Смоленская ГРЭС, Сургутская ГРЭС-2, Березовская ГРЭС-1.

ОГК-5: Конаковская ГРЭС, Невинномысская ГРЭС, Рефтинская ГРЭС, Среднеуральская ГРЭС.

ОГК-6: ГРЭС-24, Киришская ГРЭС-19, Красноярская ГРЭС-2, Новочеркасская ГРЭС-1, Рязанская ГРЭС, Череповецкая ГРЭС.

ГидроОГК: Чебоксарская ГЭС, Чиркейская ГЭС, Чуриртская ГЭС-1 и ГЭС-2, Гергезильская ГЭС, Губинская ГЭС, Малая Ахтынская ГЭС, Малая Курушская ГЭС, Миатлинская ГЭС, Богучанская ГЭС, Бурейская ГЭС, Саяно-Шушенская ГЭС, Зарамакские ГЭС, Зейская ГЭС, Зеленчукские ГЭС, Жигулевская ГЭС, Волжская ГЭС, Воткинская ГЭС, Акбашская ГЭС, МГЭС-3 на канале Баксан—Малка, Баксанская ГЭС, Мухомовская ГЭС, Каскад Нижне-Черекских ГЭС, Эшмакская ГЭС, Садовая ГЭС, Учуланская ГЭС, Загорская ГЭС, Беканская ГЭС, Дзуг ГЭС, Эмсинская ГЭС, Гизельдонская ГЭС, Кора-Урдонская ГЭС, Каскад Кубанских ГЭС, Новотроицкая ГЭС, Сентилевская ГЭС, Сивистинская ГЭС, Ирганайская ГЭС, Нижегородская ГЭС, Саратовская ГЭС, Каскад Верхневожских ГЭС, Новосибирская ГЭС, Камская ГЭС.

ТГК-1: активы «Карелэнерго» — Объединенные гидростанции «Карелэнерго», Кривоножская ГЭС, Маткожненская ГЭС, Ондская ГЭС, Петрозаводская ТЭЦ, Пудинская ГЭС; активы «Колэнерго» — Борисоглебская ГЭС, Иоанская ГЭС, Князьгубская ГЭС, Кумская ГЭС, Нижне-Тулумская ГЭС, «Нива ГЭС-2», «Нива ГЭС-3», другие ГЭС, Серебрянская ГЭС-1 и ГЭС-2, Верхне-Тереберская ГЭС, Верхне-Тулумская ГЭС; активы «Ленэнерго» —

Центральная ТЭЦ, Первомайская ТЭЦ-14, ТЭЦ-15, ТЭЦ-17, Северная ТЭЦ-21, Южная ТЭЦ-22, ТЭЦ-5, ТЭЦ-7, Кировская ГРЭС-8, Ивановская гидро-13, Волховская гидро-6, Светогорский каскад-1, каскад-2.

ТГК-2: активы «Архэнерго» — Архангельская ТЭЦ, Северодвинские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2; активы «Костромаэнерго» — Костромские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2; активы «Новгородэнерго» — Новгородская ТЭЦ-20; активы «Тверьэнерго» — Тверские ТЭЦ-1, ТЭЦ-3 и ТЭЦ-4; активы «Вологдаэнерго» — Вологодская ТЭЦ; активы «Ярэнерго» — ТЭЦ-1, ТЭЦ-2, ТЭЦ-3.

ТГК-3: активы «Мосэнерго» — ТЭЦ-1, ТЭЦ-11, ТЭЦ-12, ТЭЦ-16, ТЭЦ-17, ТЭЦ-20, ТЭЦ-21, ТЭЦ-22, ТЭЦ-23, ТЭЦ-25, ТЭЦ-26, ТЭЦ-27, ТЭЦ-28, ТЭЦ-6, ТЭЦ-8, ТЭЦ-9, ГРЭС-3.

ТГК-4: активы «Белгородэнерго» — ТЭЦ «Луч», Белгородская ТЭЦ, Губинская ТЭЦ; активы «Брянскэнерго» — Брянская ГРЭС, Клиновская ТЭЦ; активы «Калужэнерго» — Калужская ТЭЦ-1; активы «Курскэнерго» — Курская ТЭЦ-1; активы «Липецкэнерго» — Липецкая ТЭЦ-2; активы «Орелэнерго» — Ливенская ТЭЦ, Орловская ТЭЦ; активы «Рязаньэнерго» — Дягилевская ТЭЦ; активы «Смоленскэнерго» — Дорогобужская ТЭЦ, Смоленская ТЭЦ-2; активы «Тамбовэнерго», активы «Тулаэнерго» — Котовская ТЭЦ-2, Тамбовская ТЭЦ, Алексинская ТЭЦ, Ефремовская ТЭЦ, Первомайская ТЭЦ, Щекинская ГРЭС; активы «Воронежэнерго» — Воронежская ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2.

ТГК-5: активы «Чувашэнерго» — Чебоксарская ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Новочебоксарская ТЭЦ-3; активы «Кировэнерго» — ТЭЦ-1, ТЭЦ-3, ТЭЦ-4, ТЭЦ-5; активы «Маризэнерго», Йошкар-Олинская ТЭЦ-2, активы «Удмуртэнерго» — Ижевские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Сарапульская ТЭЦ.

ТГК-6: Ивановская ТЭЦ-2 и ТЭЦ-3, Ивановская ГРЭС, Алексеевская ТЭЦ-3, Центральный бойлер, Северо-Западный бойлер, Саранская ТЭЦ-2, Дзержинская ТЭЦ, Игумновская ТЭЦ, Нижегородская ГРЭС, Новогорожская ТЭЦ, Сормовская ТЭЦ; активы «Рязаньэнерго» — Арбековский бойлер, ТЭЦ-1, ТЭЦ-2, Владимирская ТЭЦ.

ТГК-7: Ириклинская ГЭС, Медногорская ТЭЦ, Орская ТЭЦ-1, Сакмарская ТЭЦ, Безымянская ТЭЦ, Новокуйбышевская ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Самарская ТЭЦ, Самарская ГРЭС, Сызранская ТЭЦ, Тольяттинский бойлер, Тольяттинская ТЭЦ, ВАЗ-ТЭЦ, Балаховская ТЭЦ-4, Энергоская ТЭЦ-3, Саратовские ТЭЦ-2 и ТЭЦ-5, Саратовская ГРЭС; активы «Ульяновскэнерго» — ТЭЦ-1, ТЭЦ-2, ТЭЦ-3.

ТГК-8: Астраханская ТЭЦ-2, Астраханская ГРЭС, Каспийская ТЭЦ, Махачкалинская ТЭЦ, Белореченская ГЭС, Краснодарская ТЭЦ, Краснодарская ГЭС, Майкопская ГЭС, Каменинская ТЭЦ, Ростовская ТЭЦ-2, Цимлянская ГЭС, Волгодонские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Кисловодская ТЭЦ, Камышинская ТЭЦ, Волгоградская ГРЭС, Волжские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2.

ТГК-9: Интинская ТЭЦ, Сосногорская ТЭЦ, Сыктывкарский бойлер, Ухтинский бойлер, Воркутинский бойлер, Воркутинские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Березниковские ТЭЦ-10, ТЭЦ-2 и ТЭЦ-4, Бойлер ТЭЦ-13, Чайковская ТЭЦ, Кизилоская ГРЭС-3, Левобережный бойлер, Пермские ТЭЦ-13, ТЭЦ-14, ТЭЦ-16 и ТЭЦ-9, Широковская ГЭС-7, Закамская ТЭЦ-5, Артемовская ТЭЦ, Качканарская ТЭЦ, Красноярская ТЭЦ, Нижнетуринская ГРЭС, Новосвердловская ТЭЦ, Первоуральская ТЭЦ, Свердловская ТЭЦ.

ТГК-10: Аргаяшская ТЭЦ, Челябинские ТЭЦ-1, ТЭЦ-2 и ТЭЦ-3, Челябинская ГРЭС, Курганская ТЭЦ, Тюменские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2.

ТГК-11: активы «Омскэнерго» — ТЭЦ-2, ТЭЦ-3, ТЭЦ-4, ТЭЦ-5, ТЭЦ-6; активы «Томскэнерго» — ТЭЦ-3, ГРЭС-2, Горный резервный бойлер.

ТГК-12: Барнаулские ТЭЦ-1, ТЭЦ-2 и ТЭЦ-3, Беловская ГРЭС, Кемеровские ТЭЦ и ГРЭС, Кузнецкая ТЭЦ, Новокемеровская ТЭЦ, Томусинская ГРЭС.

ТГК-13: Абаканская ТЭЦ, Канская ТЭЦ, Красноярские ТЭЦ-1, ТЭЦ-2 и ТЭЦ-3, Минусинская ТЭЦ, Назаровская ГРЭС-1, Сосновоборская ТЭЦ, «Тыменского».

ТГК-14: Тимлайская ТЭЦ, Улан-Удэнские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Читинские ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Приаргунская ТЭЦ, Шерловогорская ТЭЦ.

По данным компании «Ренессанс Капитал».

Комплекс выгодных тарифов для укрепления вашего портфеля

Брокерское обслуживание в банке ЗЕНИТ



универсальный

多功能的



фиксированный

穩定的



профессиональный

专业的



инвестиционный

投资的



портфель акций

股票总存量



портфель облигаций

债券总存量



«За 10 лет банк ЗЕНИТ превратился из банка с небольшим объемом операций в один из двадцати крупнейших банков России по объему активов. В настоящее время он позиционируется как банк с хорошо развитыми инвестиционными функциями», — Fitch Ratings.

Россия, 129110, г. Москва, Банный пер., д. 9
Тел.: (095) 933-07-31/32/33/34/36/37. Факс: 933-07-35
г. Санкт-Петербург: (812) 324-69-24
Интернет: www.zenit.ru E-mail: sales@zenit.ru

Инвестиционные услуги в Банке ЗЕНИТ

- Общие фонды Банковского управления
- Брокерское обслуживание
- Доверительное управление активами
- Организация долгового финансирования
- Аналитическая поддержка