

**Репин Сергей Сергеевич, соискатель, Российская академия
предпринимательства**

Инвестиционные возможности предприятий российской энергетики

Главными источниками инвестирования электроэнергетических компаний являются внешние источники финансирования - IPO, средства от реализации активов ОАО РАО "ЕЭС России", кредитов.

Собственные источники финансирования (амортизация и прибыль) в 2008 г. составят одну треть инвестиционных потребностей энергетических компаний. Общий объем этих инвестиционных ресурсов будет равен 127 801 млн. руб. При этом часть прибыли компаний будет получена в результате работы на нерегулируемом рынке электроэнергии. По решению Правительства РФ доля нерегулируемого рынка к концу 2008 г. составит порядка 30% от всего объема поставляемой электроэнергии. 21% инвестиций поступает из бюджета Российской Федерации. Общий объем инвестиций в электроэнергетические компании в 2008 г. будет равен 384,9 млрд. руб.

Как в 2007 г., так и в 2008 г. главными объектами для инвестиционных вложений в электроэнергетическом секторе являются акции генерирующих компаний. Эта акции остаются привлекательными для инвесторов в связи с тем, что ближайшие перспективы развития и функционирования ОГК и ТГК достаточно прозрачны.

Как и два года назад одним из главных источников финансирования акций генерирующих компаний остается дополнительная эмиссия. Эта операция на настоящий момент - единственно эффективная и проверенная схема привлечения инвестиций в энергетику [1].

По оценкам экспертов наиболее эффективными ОГК в настоящее время являются ОГК-1 и ОГК-4. Основные мощности этих генерирующих компаний находятся в энергетической зоне Урала (ОГК-1 – 83%, ОГК-4 – 77%). Следовательно, можно говорить о том, что на этой территории есть

постоянно увеличивающийся полезный отпуск электроэнергии, достаточно недорогие энергоносители и возможность заключать сделки по покупке газа у независимых от Газпрома поставщиков по выгодным ценам в обмен на поставки электроэнергии. К тому же эти оптовые генерирующие компании ввели свои мощности позже всех остальных ОГК (ОГК-1 -1977 г., ОГК-4 - 1982 г.), имея, тем самым, перед ними преимущество. При этом ОГК-1 обладает наименьшим износом генерирующих мощностей.

Что касается ОГК-4, то эта компания обладает наиболее современными мощностями и минимальными показателями себестоимости. К тому же территориальное местонахождение станций ОГК-4 позволяет ей не сталкиваться с рисками тепловой генерации, связанными с негативным влиянием роста цена на газ.

Потенциальным инвесторам, желающим вложить свои средства в активы генерирующие компании, важно оценить качество генерирующих активов, перспективы развития компании, учитывая тенденции функционирования оптового рынка электроэнергии и постоянный рост цен на топливо. Именно по этим основным показателям ОГК-4 является фаворитом для инвесторов среди всех предприятий электроэнергетики.

Инвестиционный потенциал территориальных генерирующих компаний не так высок, по сравнению с ОГК, однако более привлекателен, чем потенциал других компаний электроэнергетической отрасли. Наибольший интерес для инвесторов представляют территориальные генерирующие компании, топливный баланс которых состоит в основном из угля. Также вызывают инвестиционный интерес ТГК, которые связаны с поставщиками нефти и газа. Это связано с тем, что цены на уголь растут не такими быстрыми темпами, как на газ. Среди привлекательных для инвесторов ТГК можно выделить ТГК-11, ТГК-12, ТГК-13.

По мнению специалистов - аналитиков главным негативным фактором для развития энергетики является постоянный рост цен на газ в России. В результате рентабельность генерирующих компаний, топливный баланс

которых в основном состоит из газа, будет уменьшаться. В такой ситуации только самые эффективные генерирующие компании добьются успеха в процессе привлечения инвесторов [2].

Активное участие стратегических инвесторов на рынке акций электроэнергетики может стать причиной появления рисков для миноритарных акционеров. Финансово-промышленные группы (ФПГ), желая получить как можно раньше доходы от вложенных средств в компании электроэнергетики, могут действовать двумя способами. Первый вариант – ФПГ начнут реализовывать электроэнергию по высоким ценам (нефтегазовые компании). Второй вариант - установят низкие льготные цены на электрическую энергию для своих предприятий (угольные компании).

Другой риск, подстерегающий энергетические компании, связан с попытками государства ограничить желание топливных крупных корпораций скупить как можно больше долей в ОГК и ТГК. Планируется усиление антимонопольного контроля за функционированием ОГК, которые являются главными крупными объектами на оптовом рынке, производящими электроэнергию. Так, в планах правительства обозначено ограничение инвесторов, которые являются обладателями акций ТГК, в их стремлении получить под контроль ОГК, которые находятся в границах той же территории, что и упомянутые ТГК. Подобное ограничение необходимо, что сохранить конкуренцию на оптовом рынке электроэнергетики. Однако если эти планируемые меры действительно будут узаконены, то акции генерирующих компаний перестанут быть для инвесторов настолько привлекательными.

Несмотря на вышесказанное, эксперты полагают, что тарифы на электроэнергию станут равны среднеевропейскими за 15 лет с учетом предельных тарифов в России в 2008 гг. и 3% росте в Европе. Данный процент, демонстрирующий темп роста цен на электроэнергию в Европе, соответствует среднему месяцев значению Индекса цен производителей за 3 года. Ослабление регулирования рынка электроэнергии государством после

завершения реформы (в июле 2008 г.) повлечет за собой увеличение темпов роста цен вплоть до выравнивания с европейским уровнем. Именно поэтому при расчете прогнозируемых отпускных цен генерирующих компаний эксперты используют максимальные цифры роста тарифов.

Инвестиционный потенциал сбытовых компаний характеризуется тем, что существенная часть «справедливых» цен на акции сбытовых компаний формируется за счет не среднесрочного, а долгосрочного периода. В результате в будущем большую роль в оценке инвестиционной привлекательности акций сбытовых компаний могут играть непрогнозируемые как положительные, так и отрицательные факторы. По-прежнему государственное влияние на рынок сбытовых компаний остается значимым.

В отличие от оценки генерирующих энергетических компаний при оценке акций сбытовых компаний эксперты используют базовую модель, которая предполагает прогнозный период сроком на пять лет с нулевым терминальным ростом. При подсчете стоимости акций используется нулевой терминальный рост в связи с тем, что перспективы сбытовых компаний достаточно сложно прогнозировать.

Выручка сбытовых компаний формируется за счет покупной стоимости электроэнергии (цены генерирующих компаний, по которым они продают энергию, плюс цена за передачу электроэнергии) и незначительной надбавки, благодаря которой и будет формироваться прибыль компаний.

Прогнозируемые темпы роста выручки сбытовых компаний в 2008-2011 гг. рассчитываются с учетом характеристик ежегодного роста потребления электроэнергии в регионах, на территории которых функционируют компании, и прогнозируемых отпускных цен генерирующих компаний.

Инвесторы считают инвестиции в сбытовые компании рискованными. Сбыт, по сравнению с генерацией и сетями, остается пока самым неопределенным сектором электроэнергетики, перспективы которого

прогнозировать довольно сложно. Другая причина незначительного интереса инвесторов к сбытовым компаниям заключается в том, что сами компании обычно довольно мелкие, и поэтому их акции имеют небольшую ликвидность. Также инвестиционной непривлекательности этих компаний способствует проблема неплатежей. «Сбыты – последняя и единственная инстанция, на которую ложатся все проблемы, связанные с неплатежами, поскольку основной их целевой группой являются средний и мелкий бизнес и население» [3].

Энергосбытовые компании работают с большими финансовыми суммами, связанными с покупкой и реализацией электроэнергии. Государственное вмешательство в деятельность сбытовых компаний может сильно влиять на объем реализуемой электрической энергии, т.к. до 95% закупочных и отпускных цен устанавливается государством. В ряде случаев возможны перекосы между ценой приобретаемой и реализуемой электроэнергией. Именно это может служить причиной того, что некоторые сбытовые компании отрицательную норму рентабельности.

Перекрестное субсидирование бытовых потребителей за счет средств промышленных предприятий приводит к тому, что многие промышленные потребители электроэнергии уходят к другим поставщикам.

Проблема перекрестного субсидирования может быть решена с помощью следующих мероприятий: введение заниженных тарифов для физических лиц; отмена льгот населению с высокими доходами путем введения социальной нормы потребления; устранение коэффициента 0,7 (этот коэффициент вводился для сельского населения по отношению к городскому, а также для населения с плитами, работающими от электричества, по отношению к населению с газовыми плитами); постепенный рост тарифов для физических лиц в рамках социальной нормы (примерно на 25% в год в течение 2-9 лет); постепенное введение системы адресной поддержки населения из средств бюджета [53].

Статус гарантирующего поставщика имеет большое влияние на объем энергосбытовых компаний на рынке электроэнергетики. Обязанность гарантирующего поставщика заключать договор с любым потребителем, который обратился к нему с просьбой заключить договор, дает возможность гарантирующему поставщику иметь большее количество потребителей. Однако тот факт, что энергосбытовая компания может потерять статус гарантирующего поставщика, может отпугивать потенциальных клиентов. Также возможная потеря статуса заставляет гарантирующего поставщика постоянно заботиться о том, чтобы финансовые показатели были положительными. Если гарантирующий поставщик допустит ошибку в расчете минимально допустимой сбытовой надбавки, его финансовые показатели покажут не только то, что компания убыточна, но и то, что она может лишиться своего статуса.

Конкурентная борьба за потребителей электроэнергии вынуждает энергосбытовые компании назначать как можно меньшую цену на покупку электроэнергии для потребителей и, следовательно, свою сбытовую надбавку (норму прибыли). В результате норма рентабельности гарантирующих поставщиков минимальна [4].

Как отмечает большая часть специалистов, сегмент сетевых компаний на энергетическом рынке сильно недооценен.

Активы сетевых компаний наравне с подобными активами, которые принадлежат ФСК, обеспечивают единство функционирования энергетической системы, связь и параллельную работу консолидированных энергетических структур, подачу мощности в систему с электростанций, подключение крупных потребителей, а также параллельное функционирование энергетических систем соседних стран, а также экспорт-импорт электроэнергии.

Магистральные сетевые компании в своей деятельности находятся под контролем ФСК, т.к. всех их активы арендованы этой компанией. ФСК представляет собой единственного получателя тарифа за предоставленные

услуги по транспортировке электрической энергии. Выручка магистральных компаний формируется на основе контрактов аренды с ФСК в размерах, которые согласованы с Федеральной службой по тарифам. Объем выручки по факту покрывает лишь самые необходимые затраты сетевых компаний (амортизация, налоговые сборы и т.д.). В результате большая часть МСК в настоящее время не создает свободного денежного потока для миноритарных акционеров [5].

Инвестиционная привлекательность акций магистральных сетевых компаний зависит от сроков и схемы их конвертации в акции ФСК. К тому же большую роль в привлекательности сетевых компаний играют перспективы развития самой ФСК. В результате миноритарии МСК станут миноритарными акционерами ФСК, т.е. на энергетическом рынке эти компании будут иметь статус компаний с показателями капитализации и масштабом деятельности, которые будут в разы превосходить любую из сетевых компаний. Финансовый интерес руководства ФСК в повышении инвестиционной привлекательности и капитализации своей компании, а также присутствие финансово-промышленных групп и влиятельных портфельных инвесторов среди миноритариев МСК позволят в перспективе быть акциям сетевых компаний справедливо оцененными. «В целом коэффициенты должны соответствовать оценке рыночной стоимости акций МСК, внесенных в уставный капитал ФСК, проведенной оценщиками» [6].

Современные подходы к формированию тарифов ФСК являются перспективным направлением для развития этой компании. Смысл модернизации состоит во введении долгосрочных тарифов на услуги ФСК на основе нормы доходности на инвестированный капитал. Установление высокого значения нормы доходности для ФСК необходимо, т.к. магистральные сетевые компании нуждаются в финансировании. Также в целях создания новых современных магистральных линий электропередачи и подстанций «будет введена плата за подключение к магистральным сетям, взимаемая как с генерирующих компаний, так и с распределительными

сетевых компаний и крупнейших потребителей» [6]. Установление цены за подключение к магистральным сетям создаст условия для того, что ФСК стало одним из крупнейших бенефициаров инвестиционного развития в электроэнергетике. Рост новых генерирующих мощностей и увеличение количества потребителей будет способствовать увеличению количества активов у ФСК.

В законодательстве России для ФСК определен статус монопольного пользователя линиями электропередачи, которые пересекают государственную границу. Строительство новых мощностей в разных регионах России позволит увеличить объемы экспорта электроэнергии в Финляндию, Закавказье и Китай, в результате чего возрастет количество активов ФСК. Также вырастет выручка и прибыль посредством наращивания физических объемов передаваемой электроэнергии.

Таким образом, в настоящее время ФСК управляет всеми объектами ЕНЭС, является монополистом в получении тарифа за услуги по передаче электроэнергии, получает кредиты и выпускает облигации, реализует самостоятельную инвестиционную программу.

Однако следует отметить, что прямым собственником ФСК является только двух видов магистральных сетевых активов: до реформирования принадлежавших РАО, и активами МСК, 100% акций которых также получило РАО при разделении энергетических предприятий. Остальные магистральные сети могут арендоваться ФСК. Также ни в одном документе не сказано, что ФСК обязаны полностью консолидировать все МСК и перейти на единую акцию. Именно этот момент и является ключевым в нежелании инвесторов рисковать своими средствами, т.к. невозможно осуществить прогноз как долго сетевые компании будут оставаться компаниями без самостоятельных перспектив развития и не приносящими дохода акционерам.

Таким образом, большинство российских энергетических компаний недооцениваются с точки зрения инвестиционной привлекательности и имеют значительный потенциал роста.

Основные инвестиционные вложения в энергетическую отрасль должны происходить за счет частного сектора экономики. Финансовая государственная поддержка может осуществляться только в проекты, которые имеют стратегическое значение для страны или высокую социальную значимость.

К мерам по улучшению инвестиционного потенциала энергетических компаний со стороны государства относятся:

- создание благоприятного предпринимательского климата в энергетической отрасли;
- совершенствование законодательства по всем направлениям, имеющим отношение к энергетической отрасли, а также в отношении участия иностранных инвесторов в добыче энергоносителей и выработке энергии;
- создание стабильного режима налогообложения;
- модернизация системы амортизационных отчислений;
- сокращение государственного влияния на отдельные отрасли энергетики;
- долгосрочные тарифные гарантии.

Список литературы

- 1 Серов А. Электроэнергетика: инвестиционная стратегия 2007. // Research ИК «Файненшл бридж», 10.01.2007.
- 2 Конюхова Е. А. Электроснабжение объектов: Учебное пособие для студ. учреждений сред. проф. образования. – М.: Издательство "Мастерство", 2002.
- 3 Романова Э.П., Куракова Л.И., Ермаков Ю.Г. Природные ресурсы мира. Учебное пособие. – М.: Издательство МГУ, 1993.
- 4 Суриков А. Нижегородская сбытовая компания, Мосэнергосбыт, Энергосбыт и Ростовэнерго уходят в свободное плавание. Рынок акций / Сбытовые компании. // ФГ «ИФД-КапиталЪ», 11.09.2007 г.
- 5 Бирг М. Магистральные сетевые компании ожидает новая волна роста капитализации. // www.finam.ru. – 05.02.2007 г.
- 6 Магистральные сетевые компании. Дешевые компании с мощным потенциалом. // ИК «Антанта Капитал», 31.01.2007 г.