

Комментарии о Государстве и Бизнесе

Электроэнергетика: консолидация напоминает регресс

В прессе появилось сообщение о приобретении контролируемой государством экстерриториальной компанией РусГидро, владеющей акциями большинства ГЭС России, государственного (также контрольного) пакета акций в компании ОАО РАО Энергетические Системы Востока⁵.

Предполагается, что в собственность РусГидро попадет государственный 52%-ный пакет РАО ЭС Востока. Для привлечения средств РусГидро планирует проведение допэмиссии акций, и примерная стоимость сделки, по мнению аналитиков, составит 6,5 млрд. руб., что соответствует текущей рыночной оценке РАО ЭС. Окончательное решение по вопросу будет вынесено на собрании акционеров РусГидро в конце июня.

РусГидро и РАО ЭС Востока были выделены из состава РАО ЕЭС России, и на сегодняшний день они являются одними из крупнейших игроков на рынке электроэнергетики. Суммарная мощность РусГидро составляет 26 ГВт – вторая по России после ИнтерРАО; РАО ЭС Востока, занимающаяся генерацией, передачей и сбытом электроэнергии на Дальнем Востоке, по установленным мощностям (8,7 ГВт) занимает шестое место среди энергокомпаний России. При этом РАО ЭС Востока является единственной вертикально интегрированной компанией в теперешней российской электроэнергетике и объединяет генерирующие мощности и сети нескольких дальневосточных регионов, составляющих около 36% территории России.

Тихое согласие государства на сделку при отсутствии внятных и логичных ее обоснований заставляет строить различные предположения.

Во-первых, причиной слияния могла стать оценка государством менеджмента РАО ЭС Востока как неэффективного и вполне естественное в этой связи желание снять с себя ответственность за управление компанией. В частности, причиной слияния могла стать неспособность РАО ЭС Востока привлекать заемные средства (ставки по 5–10-летним

Финансовые коэффициенты энергетических компаний России

	Капитализация, млн. руб.	Кап/МВт, млн. руб.	Кап/ЕБИТДА
ОГК-5	47 050,9	19,01	6,08
Интер РАО	58 049,6	2,07	5,99
Иркутскэнерго	47 008,4	3,64	5,59
РусГидро	284 399,1	11,19	5,45
РАО ЭС Востока	21 136,5	2,42	1,84

Примечание: данные за 2009 год, кроме капитализации РАО ЭС Востока, рассчитанные на основе предполагаемой цены сделки.

Источник: ИД Коммерсантъ, Центр развития.

⁵ <http://www.bfm.ru/articles/2011/05/05/rusgidro-doberetsja-do-kitaja.html>

кредитам РусГидро в 2009 г. составляли 8–11%, РАО ЭС – 12–16%). Инвестиционная программа РАО ЭС Востока, которая предусматривает до 2017 г. строительство объектов общей стоимостью 65 млрд. рублей⁶ (или около 15 млрд. рублей в год) при таких ставках теряет свою эффективность.

Возможно также, что государство озабочено тем, в чьи руки отдать намечающуюся в перспективе продажу электроэнергии, производимой РАО ЭС Востока, а именно «восточным соседям» – Китаю и Японии: здесь важно, насколько силен продавец в переговорах, а поэтому государству может казаться, что предпочтительнее действовать через более крупную компанию (то есть через новый холдинг, а не через РАО ЭС Востока).

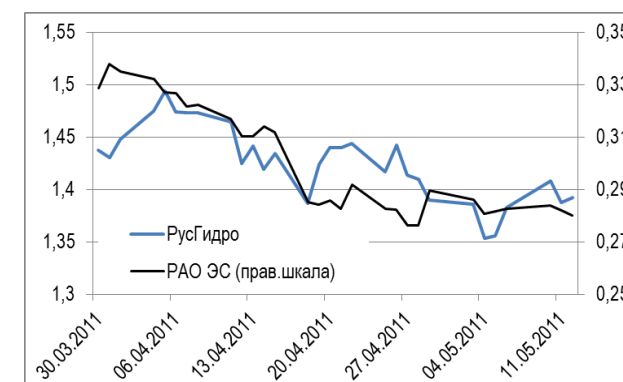
Еще одной причиной сделки могло стать желание менеджмента РусГидро укрепить свои позиции в отрасли в свете поддерживаемой государством тенденции к попятному движению после только что проведенной реформы электроэнергетической отрасли. В свете того, что РусГидро и ИнтерРАО стремятся к тому, чтобы прекратить перекрестное владение акциями, можно ожидать появления двух основных центров новой консолидации энергетической отрасли России. РусГидро своим последним приобретением попыталась занять место лидера, остается только дожидаться ответной сделки ИнтерРАО.

Ситуация, когда вместо приватизации с целью привлечения новых инвестиций образуется новый государственный монстр в форме рыхлого конгломерата (ГЭС, ТЭС и сети в одном флаконе) в целом не отличается необычностью для сегодняшних российских властей. Все идет к тому, что электроэнергетика спустя очень короткое время после ее реформирования возвращается к своей дореформенной структуре, что в силу своей непоследовательности производит крайне странное впечатление. Помимо двух центров новой консолидации – ИнтерРАО и РусГидро, есть и еще один претендент на это: структуры Газпрома представлены практически в каждой генерирующей компании, при этом число частных или иностранных инвесторов в российской электроэнергетике не увеличивается.

Важно понимать, что для Русгидро привлекательность слияния с РАО ЭС Востока может быть следствием не глубокого изучения ситуации, а частым для такого рода операций следствием стимула к слиянию как более легко осуществимой и резонансной операции, чем инвестирование имеющегося денежного потока в корневой для компании бизнес.

⁶ Инвестиционная программа РАО ЭС Востока размещена по адресу <http://www.rao-esv.ru/invest/>

Динамика акций двух компаний, руб.



Источник: ММВБ.

Акционерам частной компании для проверки обоснованности намерений работающих на них менеджеров относительно того или иного слияния экономическая наука, изучающая мотивы слияний и поглощений, часто рекомендует осуществлять такого рода поглощения не за счет свободных ресурсов компании (или IPO, как в данном случае), а за счет кредитов, за которые надо платить. Но почему-то людям, управляющим госпакетами в российской энергетике, не приходит в голову какая-либо иная идея, кроме самых простых решений, которые, увы, очень часто являются неправильными. Именно поэтому простые решения нуждаются в самом сложном обосновании. Иначе они выглядят неубедительными, а предполагаемая синергия от сделки, когда $2+2=5$, может обернуться анергией (отрицательным результатом), когда $2+2=3$.

Валерий Миронов, Ольга Пономаренко