

# 10 Диверсификация финансовых источников как фактор конкурентоспособности российской атомной отрасли

Станислав Мартюшев

Первый заместитель генерального директора «Интерфакс Бизнес Сервис»

**Обострение конкурентной борьбы на международном рынке ядерной энергетики предъявляет все более жесткие требования к способности подрядчиков выдерживать параметры контрактов по уровню надёжности, стоимости и, что очень важно, по срокам реализации.**

Обеспечение ритмичности выполнения контрактов тесно связано с наличием у компании гибкого доступа к различным финансовым источникам. Отрадно, что российская атомная отрасль уже начала движение к ведению бизнеса в более открытом формате. Следующий шаг – наработка собственного опыта в сфере стратегических финансовых коммуникаций с международными инвесторами. На этом этапе необходим – как минимум – тщательный анализ практики западных конкурентов в сфере Investor Relations, о чем и пойдёт речь в данном материале.

**Технологическая составляющая конкурентоспособности: россияне пока среди мировых лидеров**

Строительство АЭС для зарубежных заказчиков является одним из немногочисленных примеров российских невоенных высоких технологий, конкурентоспособных на мировом рынке. Лучшее подтверж-

дение сказанного – рыночные позиции, достигнутые ЗАО «Атомстройэкспорт», контролирующим 20% мирового рынка в строительстве объектов ядерной энергетики и являющимся единственной компанией в мире, реализующей контракты по сооружению АЭС одновременно в четырех странах.

В настоящее время российские специалисты осуществляют проекты по строительству АЭС с водородными реакторами:

- В Индии (два энергоблока на АЭС «Куданкулам»),
- В Иране (один энергоблок на АЭС «Бушер», строительство завершено, в течение 2009 года предполагается завершить пуско-наладочные работы),
- В Китае (два энергоблока на АЭС «Тяньвань» введены в эксплуатацию, в перспективе – возведение еще двух),
- В Болгарии (два энергоблока на АЭС «Белене»).

Ведутся переговоры с потенциальными заказчиками: Беларуссией, Арменией, Египтом, Турцией, Иорданией, Чили, Эквадором. При благоприятных результатах работы по текущим контрактам возможно рас-

ширить портфель заказов как минимум на 8 новых блоков. Кроме того, АЭС российского дизайна должны будут обеспечиваться поставками российского же топлива.

**Финансовая составляющая конкурентоспособности: важно в кратчайшие сроки ликвидировать отставание в технологиях доступа к инвестициям**

Традиционно отечественная атомная отрасль полагалась на государственное финансирование. Для осуществления проектов внутри страны в финансово благополучные времена этого источника было достаточно. Однако, нынешняя программа деятельности госкорпорации «Росатом» предусматривает, что только 40% необходимых инвестиций по приоритетным государственным направлениям будут покрыты за счет госбюджета, а 60% предприятия должны финансировать из собственных и внешних

источников. Следует, однако, отметить, что с учетом ожидаемых нескольких лет бюджетного дефицита в России, госфинансирование может оказаться весьма нестабильным источником.

Помимо этого, обострение конкурентной борьбы за право строительства АЭС на международном рынке предъявляет все более жесткие требования к способности подрядчиков выдерживать параметры контрактов: по надежности объектов, стоимости работ и, конечно же, по срокам их выполнения.

**Финансирование атомного бизнеса: международная практика**

Очевидно, что в условиях глобальной финансовой нестабильности бесперебойность работ по проектам с большей вероятностью способны обеспечить компании, сумевшие диверсифицировать свои финансовые источники. К сожалению, пока это относится только к международным конкурентам российских атомщиков. У большинства западных компаний, работающих в различных сегментах

которых в течение последних лет только увеличилась. Примечательны малые масштабы привлечения акционерного финансирования (исключения – только SIEMENS и EDF). Привлечение средств через облигационные выпуски наиболее активно практикуют GE, SIEMENS и TEPCO.

В плане привлечения рыночного финансирования (внебюджетных средств) отечественные компании атомной отрасли отстают как от международных энергетических концернов, так и от российских компаний традиционной электроэнергетики.

«Традиционные» энергетики уже располагают опытом привлечения крупных зарубежных инвестиций. Инвесторы и аналитики знакомы с бизнесом ОГК, ТЭК, МРСК и РусГидро. Аналогичное «ознакомление» участников финансовых рынков с компаниями атомной энергетики – одна из важнейших задач для отрасли.

Компаниям-заемщикам российской атомной отрасли предстоит научиться конкурировать за средства международных инвесторов с западными конкурентами, имеющими десятки лет опыта в области взаимодействия с финансовыми

рынков, необходимость диверсификации финансовых источников потребует от «Атомэнергопрома» использования и публичных долговых инструментов.

**Уже есть основания поднимать вопрос о необходимости удержания позиций российских электрогенерирующих компаний на внутреннем рынке**

Несмотря на кризис, зарубежные стратегические инвесторы – E.ON, Enel, Fortum – не снижают темпов финансирования своих проектов в России. Об этом можно судить как по заявлениям их официальных представителей, так и по конкретным срокам ввода новых мощностей, на которые компании ориентируют собственных инвесторов в своих инвестиционных презентациях.

Именно у них появляются возможности создать в перспективе наиболее эффективные генерирующие мощно-

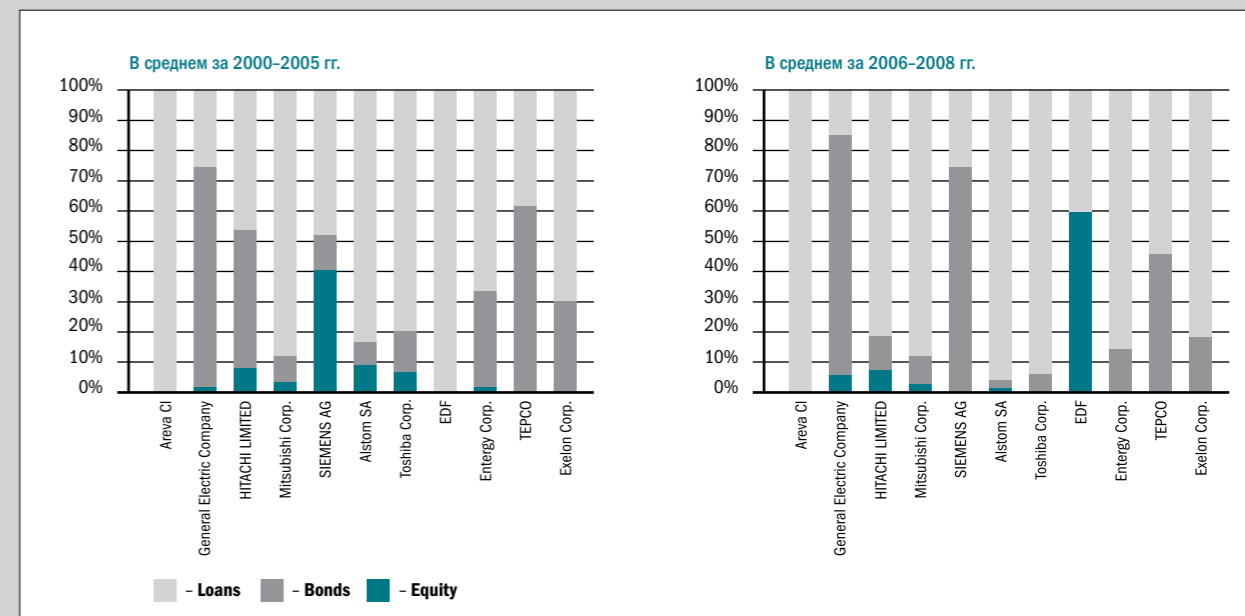


рисунок 1. Структура источников финансирования бизнеса (Источник: база Thomson One Banker, оценки «Интерфакс Бизнес Сервис»).

ядерной энергетики, в структуре финансовых источников преобладают инструменты с фиксированным доходом (т.е. банковские займы и облигации различных типов), значимость

рынками. И если в текущей ситуации более оправданным представляется продолжение работы с ключевыми банками, то в дальнейшем, по мере открытия финансовых

сти на рынке РФ (в заметных объемах) и осуществлять поставки электроэнергии российским клиентам с рентабельностью, заметной превышающей среднероссийский уровень.

И связано это не только с доступностью длинных и дешевых финансовых источников для западных компаний. Едва ли не более важный момент – наличие у международных концернов гораздо более продолжительных горизонтов долгосрочного планирования, нежели у россиян. Речь идет о планах, простирающихся далеко за рамки ожидаемых сроков завершения текущего экономического кризиса.

Для энергокомпаний под российским контролем эта ситуация в перспективе грозит обернуться дополнительными устойчивыми дисконтами при оценке стоимости их бизнеса, поскольку аналитики будут сравнивать их медленно обновляющиеся активы с мощностями российских «дочек» Enel, Fortum и E.On, эффективность которых успешно заметно возрости.

Неблагоприятным следствием может быть давление на уровень рыночной капитализации энергокомпаний под российским контролем. Заниженная капитализация будет прямо или косвенно препятствовать привлечению дополнительных финансовых источников в зависимости от формата привлечения. Кроме того, россияне окажутся в заведомо невыгодной ситуации при совершении сделок на рынке слияний/поглощений (M&A), не располагая весомым средством платежа в виде своих справедливо оцененных акций.

По сути, именно ритмичность ввода новых объектов атомной генерации способна помочь в поддержании доли «российской» выработки в совокупном объеме генерации электроэнергии на внутреннем рынке РФ. А это уже напрямую связано на обеспечение энергобезопасности российского государства.

### Недостаточно просто сказать, что участники инвестиционного сообщества недооценивают потенциал атомной генерации в России

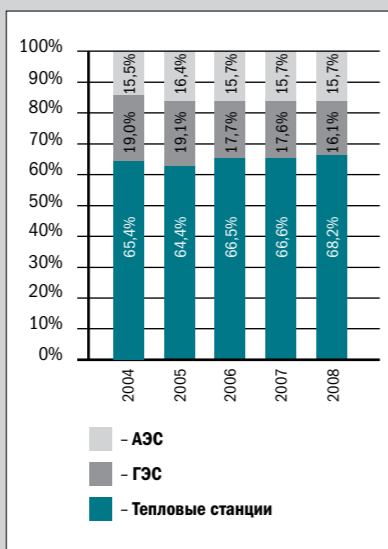


рисунок 2. Структура выработки электроэнергии в России по типам генерации (Источник: Росстат, оценки ИБС).

Инвесторы и аналитики в принципе не замечают сектор, не понимают его реалий и сильных сторон.

Несмотря на то, что объем атомной генерации вплотную приблизился по итогам 2008 года к уровню гидрогенерации, значимость атомного сектора для российской электроэнергетики слабо понимается и значительно недооценивается большинством отечественных и зарубежных инвесторов и аналитиков.

Безусловно, аналитики инвестбанков не имеют веских причин привлекать внимание инвесторов к неторгуемым активам (к числу которых относится, например, и концерн «Энергоатом»), на сделках с ценными бумагами которых их банки потом не смогут заработать. Однако, компании атомного сектора уже сейчас нужно продвигать на финансовых рынках если не как эмитентов акций, то как эмитентов облигаций и как партнеров в сделках по слияниям/поглощениям.

Чрезвычайно важной представляется работа по адекватному позиционированию компаний сектора в рамках электроэнергетической отрасли, в сознании отечественных и зарубежных инвесторов, потенциальных отраслевых партнеров и аналитиков инвестбанков. Широкой популяризации заслуживают, например, такие положительные черты сектора как стабильность

ежегодных объемов выработки, а значит, и стабильность получаемых доходов (даже на фоне кризиса, что в корне отличается от ситуации в ОГК/ТЭК), а также стабильность частотных параметров вырабатываемой электроэнергии (высокое качество продукта).

### Работа по повышению инвестиционной привлекательности атомной отрасли уже приносит первые результаты

Госхолдинг ОАО «Атомэнергопром» близок к завершению консолидации гражданских активов российской атомной отрасли. По состоянию на конец 2008 года, холдингу уже переданы акции 72 акционерных обществ, 3 негосударственных образовательных учреждений. Из 55 ФГУПов, входящих в состав холдинга, 41 компания акционирована, остальные находятся в финальной стадии оформления.

Консолидированная структура будет соответствовать международной практике управления столь крупным бизнесом. Данный формат позволит холдингу перенимать наиболее эффективные принципы корпоративного управления, используемые зарубежными конкурентами. Консолидация инвестиционных ресурсов будет способствовать своевременной реализации наиболее значимых для отрасли проектов и программ. «Атомэнергопром», как головная компания отрасли, оказывается в состоянии решать и задачи снижения общепромышленных затрат, построения экономически эффективных закупочных схем, оптимизации производственных издержек.

Повышению эффективности инвестиций и капиталовложений призвано способствовать утвержденное в ноябре 2008 года в ОАО «Атомэнергопром» Положение об инвестиционной политике, основанное на параметрах и приоритетах, зафиксированных в программе деятельности акционера «Атомэнергопрома» – Госкорпорации «Росатом».

Согласно положению:

- определены единые принципы осуществления капвложений, а также правила и регламенты принятия соответствующих решений;
- утверждение каждого проекта дочерних компаний «Атомэнергопрома» сопровождается жесткой фиксацией его основные показатели, как финансовых, так и операционных;
- по каждому проекту утверждается график реализации с точками принятия решений («гейтами»), на которых проводится ревизия статуса проекта, осуществляется и текущий мониторинг работ;
- повышен контроль за качеством управления инвестициями, качеством оценки инвестпроектов;
- персонализирована ответственность за результаты работы – за каждый реализуемый проект и за каждую программу лично отвечает назначенный директор – исполнительный менеджер.

В 2008 году в «Атомэнергопроме» начат процесс создания профильных бизнес-единиц с целью повышения результативности управления и эффективности работы по всем направлениям деятельности. Уже создано ОАО «Объединенная компания «Разделительно-сублиматный комплекс» и Инжиниринговый центр «Русская газовая центрифуга».

Проводимая в рамках холдинга работа по подготовке финансовой отчетности в соответствии с МСФО обеспечит «Атомэнергопрому» не только должную операционную и финансовую прозрачность, но и благоприятно скажется на управляемости холдинга.

Таким образом, с созданием «Атомэнергопрома» отечественная атомная промышленность превратилась из абсолютно закрытой в отрасль, готовую к активному сотрудничеству и кооперации с другими игроками для активного продвижения российских технологий на мировой рынок и реализации собственной программы строительства АЭС.




Реализация грандиозных планов отрасли вряд ли возможна без привлечения средств крупных международных инвесторов. Для обеспечения «Атомэнергопрому» постоянного доступа к различным инструментам финансирования на международных рынках капитала на приемлемых условиях, необходимо внедрение современных подходов к финансовым коммуникациям с инвесторами – как на уровне корпоративного центра, так и в дочерних компаниях, которые будут являться эмитентами ценных бумаг. И здесь не обойтись без анализа опыта зарубежных конкурентов за инвестиционные ресурсы, пример такого анализа приведен ниже.

Выстраивая в рамках холдинга функцию Investor relations, важно избежать ошибки, допускаемой даже весьма крупными российскими компаниями, когда заявленная работа в области investor relations на практике подменяется лишь analyst relations. ■




### Анализ практики крупных международных энергетических компаний в области Investor Relations, обзор достигнутых ими результатов.

Enel, Fortum и E.On уже в России. Что позволяет им успешно привлекать средства международных инвесторов?




Фундаментальные характеристики компаний.

			
Выручка (2007 год):	43,7 млрд. евро	4,5 млрд. евро	68,7 млрд. евро
EBITDA (2007 год):	10 млрд. евро	2,6 млрд. евро	14,0 млрд. евро
Чистая прибыль (2007 год):	4 млрд. евро	1,6 млрд. евро	6,9 млрд. евро
Численность персонала, чел:	85 500	15 780	87 800
Ключевые сегменты бизнеса:	Гидроэнергетика, термоэнергетика, атомная, геотермальная, солнечная и ветряная энергетика	Производство, переработка, дистрибуция и продажа электрической и тепловой энергии, а также нефтепродуктов	Предоставление сервисов в области энергетики
Российские энергоактивы под контролем:	<b>ОГК-5 (55,78%)</b> <b>Русэнергобыт (49,5%)</b>	<b>ТГК-1 (25,66%)</b> <b>ТГК-10 (92,90%)</b> + сбытовые компании	<b>ОГК-4 (76,10%)</b>




Постановка IR-работы.

Даты публикации финансовой отчетности			
Численность сотрудников IR-службы, из них:	8	2	12
Работают с институциональными инвесторами:	6	-	8
Работают с розничными инвесторами:	2	-	2
Работают с кредиторами:	-	-	2




Высокая оперативность финансового раскрытия.

Даты публикации финансовой отчетности			
по итогам III кв. 2008 г.	11.11.2008	<b>22.10.2008</b>	12.11.2008
по итогам II кв. 2008 г.	01.08.2008	<b>17.07.2008</b>	13.08.2008
по итогам I кв. 2008 г.	14.05.2008	<b>24.04.2008</b>	14.05.2008
по итогам 2007 г.	13.03.2008	<b>31.01.2008</b>	06.03.2008




Публичная активность и аналитическое покрытие.

			
Участвовали в конференциях:			
В 2008 году:	2	<b>16</b>	5
В 2007 году:	1	11	3
В 2006 году:	0	11	4
Широта аналитического покрытия (N аналитиков):	38	29	41
Широта консенсус-прогноза по финансовым результатам			
Прогноз EPS на конец 2009 г. (N аналитиков):	<b>36</b>	27	<b>36</b>
Прогноз EPS на конец 2010 г. (N аналитиков):	24	25	<b>30</b>
Прогноз EPS на конец 2011 г. (N аналитиков):	<b>7</b>	4	5




Какие материалы доступны на сайтах компаний 1/3.

			
Руководство акционера по использованию сайта:	+	-	-
Investor Kit:	+	-	+
Интерактивный годовой отчет:	-	+	+
Отдельная презентация для инвесторов в облигации:			+
Интерактивная презентация для инвесторов:	-	-	-
Справочник аналитика:	-	+	+
Динамика отраслевых натуральных показателей:	-	+	-
Материалы рудшоу (презентации спикеров):	-	-	+

Какие материалы доступны на сайтах компаний 2/3.




			
IR-бюллетень:	+ (дважды в месяц)	-	-
Интерактивный data room:	+	+	-
Телеконференции / вебкасты с транскриптами:	+	+	+
Перечень крупнейших акционеров:	-	+	-
Консенсус-прогноз цен акций:	+	+	-
Консенсус-прогноз по фундаментальным показателям:	+	-	-
Отчет об устойчивом развитии:	+	+	-
Отчет о социальной ответственности:	+	-	+
Архив документов:	+	+	+

Какие материалы доступны на сайтах компаний 3/3.




			
Интерактивный график акций:	+	+	+
Лента изменений оценок аналитиков:	+	-	-
Fact sheet:	+	+	+
Коммуникационно-информационные инструменты сайта*:	+	-	+
Калькулятор доходности вложений в акции:	-	+	+
Анализ динамики акций компании и рыночного контекста:	-	+	+

\* IR-календарь, форма обратной связи, подписка на RSS, pod-abst, словарь терминов, подписка на финансовые новости и IR-график (sms, e-mail), курс национальной валюты.




Рыночные характеристики компаний.

			
Когда стала публичной:	1999	1998	2000
МСар, млрд евро:	26 880	13 725	50 805
МСар, млрд евро:	Правительство Италии (21,9 %)	Правительство Финляндии (50,8 %)	Stbtkrbft SF (4,2 %)
Free-float:	68,8%	49,2%	<b>-92%</b>
Акционеры – инвесторы институциональные:	591	408	<b>797</b>
Акционеры – фонды инвестиционные:	3 458	1 686	<b>6 257</b>
Присутствие акций компании в фондовых индексах:			
национальных:	MIB 30	OMX Helsinki Eleatria Utilities	DAX
международных:	FTSE Eleatriaity E300, Bloomberg World Eleatria	DJSI World, Dow Jones STOXX Sustbinb ility, Climbte Disallosure Lebdership Index (CDLI)	Dow Jones EURO STOXX 50, Dow Jones STOXX Utilities

Опыт использования инструментов рынка акций.

			
Суммарный объем привлечённых средств:	<b>33,5 млрд. \$</b>	2,1 млрд. \$	0,2 млрд. \$
Сделки:	2005 – SPO	2005 – SPO	2005 – SPO
	2004 – SPO	2002 – SPO	2001 – SPO
	2003 – SPO	2001 – SPO	
	1999 – IPO	1999 – IPO	
Сплит номинала акций:	август 2008		март-апрель 2005

Опыт привлечения долгового финансирования.

			
Долгосрочные кредитные рейтинги:	A2, neg. outl (Moody's) A-, neg. outl (S&P)	A2, stb . outl (Moody's) A-, stb . outl (S&P)	A2, stb . outl (Moody's) A, stb . outl (S&P)
Суммарный объем привлеченных средств:	21,7 млрд. \$	8,1 млрд. \$	<b>71,8 млрд. \$</b>
Активность на рынке:	19 эмиссий за 2000–07	5 эмиссий за 2003–07	<b>41 эмиссия за 2000–09</b>
Средневзв. дюрация привлеченных средств, лет:	<b>11,5</b>	<b>7,5</b>	<b>10,3</b>
Сроки обращения бумаг:	3–30 лет	3–10 лет	2–30 лет
Распределение эмиссий/траншей по срокам обращения:	3 года – 1 эмиссия 5 лет – 5 эмиссий 6 лет – 2 эмиссии 7 лет – 6 эмиссий 8 лет – 3 эмиссии 10 лет – 2 эмиссии 12 лет – 1 эмиссия 15 лет – 1 эмиссия 20 лет – 3 эмиссии <b>30 лет – 4 эмиссии</b>	3 года – 1 эмиссия 5 лет – 2 эмиссии 7 лет – 2 эмиссии 10 лет – 2 эмиссии	2 года – 4 эмиссии 3 года – 2 эмиссии 4 года – 3 эмиссии 5 лет – 13 эмиссий 6 лет – 1 эмиссия 7 лет – 3 эмиссии 9 лет – 2 эмиссии 10 лет – 3 эмиссии 12 лет – 3 эмиссии 14 лет – 1 эмиссия 15 лет – 2 эмиссии <b>30 лет – 5 эмиссий</b>