

4.2. РАО «ЕЭС» ДО РАЗДЕЛЕНИЯ

Тренев Н.Н., д.э.н., к.ф.-м.н.

Центральный экономико-математический институт РАН

К первому июля 2008 года РАО «ЕЭС» будет разделено на 23 независимых компании. Стоимость этих компании может быть посчитана как отдельных составляющих, так и в составе РАО «ЕЭС». Если эти цифры расходятся, то возникает возможность арбитража. Исследованию этой возможности и посвящена данная статья.

МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ

Обычно для фундаментальной оценки акций применяются методы дисконтированного денежного потока и дисконтированной экономической прибыли [1, 2]. Однако электроэнергетика находится все еще в процессе структурных реформ, сами параметры которых еще не всегда полностью утверждены – они утверждаются и порой пересчитываются в процессе реформы. Тем не менее, необходимо принимать инвестиционные решения. Для этих целей используется метод сравнительного анализа.

Оценка РАО «ЕЭС»

По оценкам, проведенным независимыми экспертами, потенциал роста у РАО «ЕЭС» вполне пристойный и рекомендация покупать (табл. 1, 2, 3, 4, 5, 6)¹. Рекомендация покупать присваивается акциям, когда их потенциал роста превышает 15%.

Таблица 1

ПОТЕНЦИАЛ РОСТА РАО «ЕЭС»

Инвестиционные банки	Стоимость получаемых активов как сумма частей, руб.
Credit Suisse	44,674
Уралсиб	43,847
Alfa-bank	42,538
Goldman Sachs	42,538
RMG	42,604
Aton	43,849
Finam	47,678
Антанта Капитал	71,364
Банк Москвы	42,988
Велес Капитал	52,5
Консенсус-Прогноз	52,5
Среднее	47,458
Относительная дисперсия	18,88%

Потенциал на закрытие 16.10.2007. составляет 47,458 / 29,116 = 62,72%.

Таблица 2

ОЦЕНКА РАО «ЕЭС» ПРЕФ

Инвестиционные банки	Стоимость получаемых активов как сумма частей, руб.
Credit Suisse	41,01
Уралсиб	40,20
Alfa-bank	38,99
Goldman Sachs	37,33
RMG	39,10
Aton	40,20

¹ Цена 1 ОАО РАО «ЕЭС» России» на 12.10.2007 (по данным ММВБ), RUR:

- 29.69 (обыкновенная);
- 26.04 (привилегированная).

Инвестиционные банки	Стоимость получаемых активов как сумма частей, руб.
Finam	43,80
Антанта Капитал	65,44
Банк Москвы	39,53
Велес Капитал	48,18
Консенсус-прогноз	43,38
Среднее	43,3783
Относительная дисперсия	19,21%

Потенциал на закрытие 16.10.2007 составляет 43,378 / 27,773 = 68,31%.

Экспертные оценки лежат достаточно кучно в районе 47,5 рублей за доллар, что делает их значимыми.

Потенциал РАО «ЕЭС» привилегированных акций выглядит чуть получше, чем у обычных. Его можно отчасти объяснить тем, что при организации на привилегированные акции будут выданы привилегированные акции «Холдинг МРСК» и РАО «Энергетические системы Востока». Также тем, что привилегированные акции всегда торгуются с дисконтом.

Таблица 3

ОЦЕНКА СОСТАВЛЯЮЩИХ РАО «ЕЭС»²

Целевые компании	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	Стоимость получаемых активов ³ , RUR
ОГК-1	0,962	0	2,32
ОГК-2	0,501	0	2,002
ОГК-3	0,411	0	1,463
ОГК-4	1,027	0	3,235
ОГК-6	0,584	0	1,927
ТГК-1	38,233	0	1,305
ТГК-2	12,983	0	0,313
Мосэнерго	0,336	0	2,122
ТГК-4	15,865	0	0,399
ТГК-6	15,326	0	0,382
Волжская ТГК	0,334	0	0,903
ЮГК ТГК-8	17,262	0	0,507
ТГК-9	67,335	0	0,486
ТГК-10	1,471	0	0,886
ТГК-11	6,186	0	0,204
Кузбассэнерго	0,699	0	0,506
Енисейская ТГК	1,723	0	0,392
ТГК-14	9,714	0	0,079
ФСК ⁴	10,106	0	8,099
ГидроОГК ⁴	3,453	0	8,768
ИнтерРАО (Сочинская ТЭС) ⁴	41,864	0	0,945
Центрэнергохолдинг	0	0	0
Интергенерация	0	0	0
Сибэнергохолдинг	0	0	0
Холдинг МРСК ⁴	1	0	7,58
РАО «Энергетические системы Востока» ⁴	1	0	2,439
Итого			47,262

² Инвестиционные банки предупреждают, что их оценки носят информационный характер, сделаны на основе доступной публичной информации, не являются предложением о покупке / продаже акций и других ценных бумаг, рекомендации не могут быть побуждением к действию, банки не несут ответственности за возможные убытки. ОГК 5 и ТГК 5 были выделены из состава РАО «ЕЭС» в 2007 г.

³ Стоимость доли РАО «ЕЭС» России» в ОГК и ТГК рассчитана исходя из их рыночной капитализации на фондовой бирже ММВБ по данным на 12.10.2007; Оценка стоимости доли РАО «ЕЭС» России» в ФСК «ЕЭС», «ГидроОГК», «Холдинге МРСК», РАО «Энергетические системы Востока» и Интер РАО «ЕЭС» Холдинге взята из аналитических отчетов инвестиционных банков.

⁴ Оценка стоимости ФСК, «ГидроОГК», МРСК, Сочинской ТЭС и РАО «Энергетические системы Востока» рассчитана исходя из консенсус-прогноза ведущих инвестиционных аналитиков.

Таблица 4

ЦЕНА АКЦИЙ ПРИ ОЦЕНКЕ

Целевые компании	Цена акции
ОГК-1	2,412
ОГК-2	3,996
ОГК-3	3,56
ОГК-4	3,15
ОГК-6	3,3
ТГК-1	0,034
ТГК-2	0,024
Мосэнерго	6,315
ТГК-4	0,025
ТГК-6	0,025
Волжская ТГК	2,704
ЮГК ТГК-8	0,029
ТГК-9	0,007
ТГК-10	0,602
ТГК-11	0,033
Кузбассэнерго	0,724
Енисейская ТГК	0,228
ТГК-14	0,008
ФСК ⁵	0,801
ГидроОГК ⁵	2,539
ИнтерРАО (Сочинская ТЭС) ⁵	0,023
Центрэнергохолдинг	-
Интергенерация	-
Сибэнергохолдинг	-
Холдинг МРСК ⁵	7,58
РАО «Энергетические системы Востока» ⁶	2,439

Таблица 5

ОЦЕНКА СОСТАВЛЯЮЩИХ РАО «ЕЭС» ПРЕФ⁶

Целевые компании	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	Стоимость получаемых активов ⁷ , RUR
ОГК-1	0,881	-	2,124
ОГК-2	0,459	-	1,834
ОГК-3	0,377	-	1,342
ОГК-4	0,941	-	2,964
ОГК-6	0,535	-	1,765
ТГК-1	35,014	-	1,195
ТГК-2	11,89	-	0,287
Мосэнерго	0,308	-	1,945
ТГК-4	14,53	-	0,365
ТГК-6	14,035	-	0,349
Волжская ТГК	0,306	-	0,827
ЮГК ТГК-8	15,809	-	0,465
ТГК-9	61,665	-	0,445
ТГК-10	61,665	-	0,811
ТГК-11	5,665	-	0,187
Кузбассэнерго	0,64	-	0,463

⁵ Оценка стоимости ФСК, «ГидроОГК», «МРСК», Сочинской ТЭС и РАО «Энергетические системы Востока» рассчитана исходя из консенсус-прогноза ведущих инвестиционных аналитиков.

⁶ Инвестиционные банки предупреждают, что их оценки носят информационный характер, сделаны на основе доступной публичной информации, не являются предложением о покупке / продаже акций и других ценных бумаг, рекомендации не могут быть побуждением к действию, банки не несут ответственности за возможные убытки.

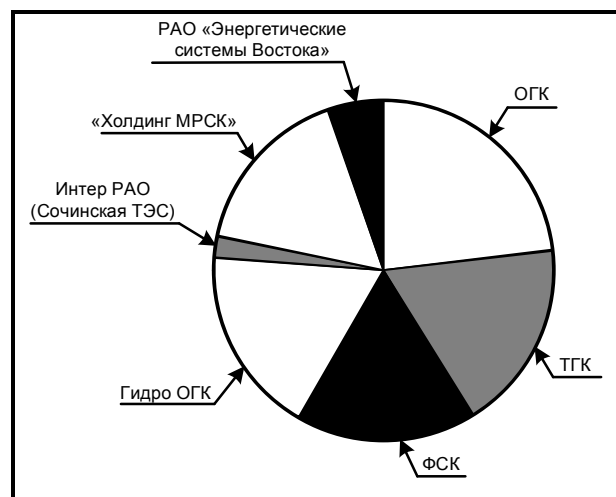
⁷ Стоимость доли РАО «ЕЭС России» в ОГК и ТГК рассчитана, исходя из их рыночной капитализации на фондовой бирже ММВБ по данным на 12.10.2007; Оценка стоимости доли РАО «ЕЭС России» в ФСК «ЕЭС», «ГидроОГК», «Холдинге МРСК», РАО «Энергетические системы Востока» и «Интер РАО ЕЭС Холдинг» взята из аналитических отчетов инвестиционных банков.

Целевые компании	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	Стоимость получаемых активов ⁷ , RUR
Енисейская ТГК	1,578	-	0,359
ТГК-14	8,896	-	0,073
ФСК ⁵	9,255	-	7,417
ГидроОГК ⁵	3,162	-	8,029
ИнтерРАО (Сочинская ТЭС) ⁵	38,339	-	0,945
Центрэнергохолдинг	0	-	0
Интергенерация	0	-	0
Сибэнергохолдинг	0	-	0
Холдинг МРСК ⁵	0	1	6,942
РАО «Энергетические системы Востока» ⁵	0	1	2,233
Итого			43,366

Таблица 6

СТРУКТУРА СОСТАВЛЯЮЩИХ

Целевые компании	РАО «ЕЭС»	РАО «ЕЭС» П
ОГК	23,16%	23,13%
ТГК	17,95%	17,92%
ФСК ⁵	17,14%	17,10%
ГидроОГК ⁵	18,55%	18,51%
ИнтерРАО (Сочинская ТЭС) ⁵	2,00%	2,18%
Холдинг МРСК ⁵	16,04%	16,01%
РАО «Энергетические системы Востока» ⁵	5,16%	5,15%

Рис. 1. Структура РАО «ЕЭС»⁸

Структура состава акций РАО «ЕЭС» (см. рис. 1-4) достаточно сбалансирована. ОГК, ТГК, ГИДРООГК, ФСК и МРСК составляют примерно одинаковые доли в стоимости акций РАО «ЕЭС» обыкновенных и привилегированных. «Интер РАО ЕЭС» и РАО «Энергетические системы Востока» вместе занимают около 7% от стоимости.

Можно отметить, что составляющие активы существенно разнятся по риску и потенциалу. ОГК – наиболее продвинутое в реформе и «раскрученные» эмитенты. ТГК чуть менее понятны для публики. Территориальные генерирующие активы производят и электроэнергию и тепло. Для ГИДРООГК уже утверждены коэффициенты

⁸ ОГК – оптовые генерирующие компании, ТГК – территориально генерирующие компании, РСК – распределительно сетевые компании, ФСК – федеральная сетевая компания.

обмена. Для МРСК коэффициенты конвертации еще предстоит утвердить.

Составляющие РАО «ЕЭС» имеют разные характеристики по соотношению риск-доходность. Есть и относительно стабильные активы – ОГК, есть и с существенным риском неопределенности конвертации – МРСК. Возможно, это одна из причин того, что инвесторы обходят РАО «ЕЭС» стороной – просела она совершенно неоправданно с фундаментальной точки зрения [3].

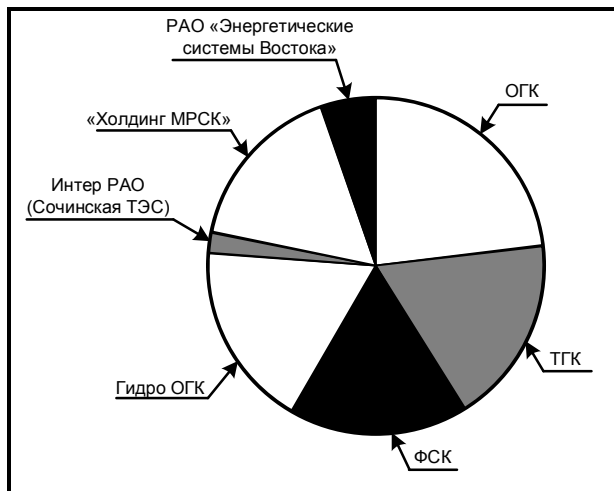


Рис. 2. Структура РАО «ЕЭС преф»

Таблица 7

СТРУКТУРА ОГК В РАО «ЕЭС»

ОГК	Доля компании в структуре ОГК
ОГК 1	21,19%
ОГК 2	18,29%
ОГК 3	13,36%
ОГК 4	29,55%
ОГК 6	17,60%

Распределение стоимости группы ОГК по различным генерирующим компаниям (см. рис. 3 и табл. 7, рис. 6, табл. 10) примерно равномерно – диверсификация группы ОГК хорошая.

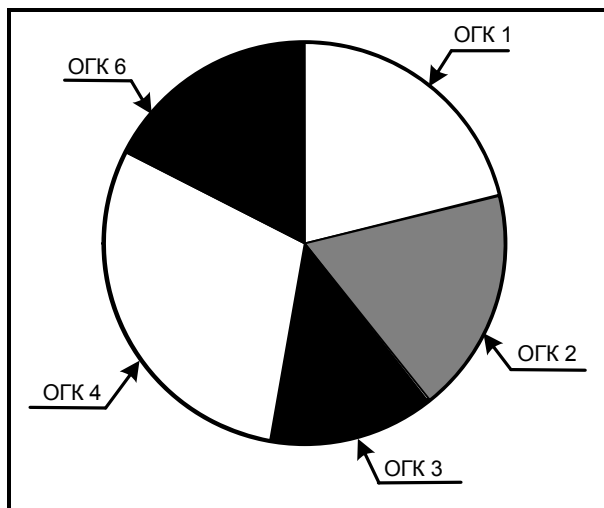


Рис. 3. Структура ОГК РАО «ЕЭС»

Таблица 8

СТРУКТУРА ТГК В РАО «ЕЭС»

ТГК	Доля компании в структуре ТГК
ТГК 1	15,38%
ТГК 2	3,69%
ТГК 3	25,01%
ТГК 4	4,70%
ТГК 6	4,50%
ТГК 7	10,64%
ТГК 8	5,98%
ТГК 9	5,73%
ТГК 10	10,44%
ТГК 11	2,40%
ТГК 12	5,96%
ТГК 13	4,62%
ТГК 14	0,93%

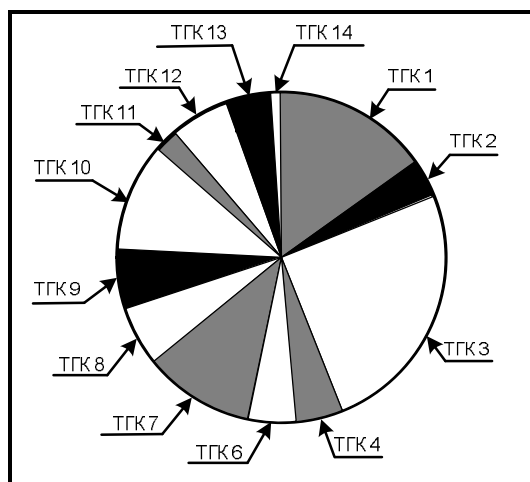


Рис. 4. Структура ТГК РАО «ЕЭС»

Что касается группы ТГК, то диверсификация менее равномерная (см. рис. 4 и табл. 8, рис. 7 и табл. 11). Московская (ТГК 3) и Петербургская ТГК занимают совместно чуть меньше половины стоимости – около 40% от группы ТГК. Эти ТГК находятся в столичных регионах, и установленная мощность в них котируется дороже всего: свыше 600 долларов за установленный киловатт.

Если мы нормируем доли ТГК в группе ТГК к установленной мощности (кВт), то получим существенно более равномерную картину (см. табл. 9 и рис. 5, табл. 12 и рис. 8).

Таблица 9

СТРУКТУРА ГРУППЫ ТГК С НОРМИРОВКОЙ ПО МОЩНОСТИ

ТГК	Доля компании в структуре ТГК
ТГК 1	10,17%
ТГК 2	6,01%
ТГК 3	9,68%
ТГК 4	5,85%
ТГК 6	5,93%
ТГК 7	6,39%
ТГК 8	6,86%
ТГК 9	7,18%
ТГК 10	16,37%
ТГК 11	4,89%
ТГК 12	6,82%
ТГК 13	7,77%
ТГК 14	6,08%

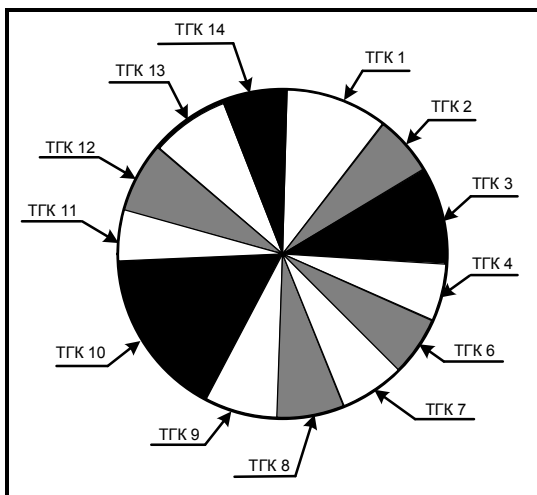


Рис. 5. Структура группы ТК в РАО «ЕЭС» с нормировкой по мощности

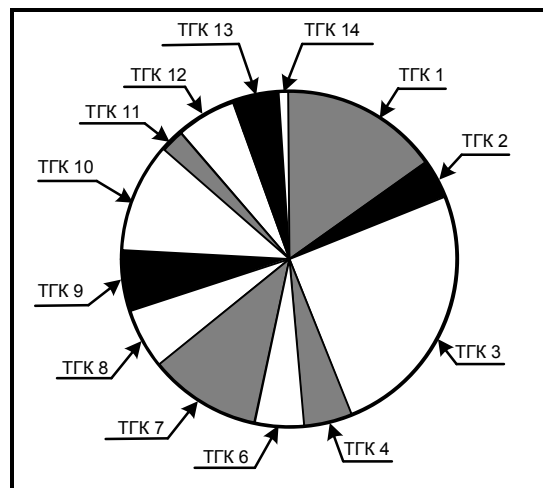


Рис. 7. Структура ТК в РАО «ЕЭС преф»

Таблица 12

СТРУКТУРА ГРУППЫ ТК В РАО «ЕЭС ПРЕФ» С НОРМИРОВКОЙ ПО МОЩНОСТИ

ТГК	Доля компании в структуре ТК
ТГК 1	10,17%
ТГК 2	6,01%
ТГК 3	9,69%
ТГК 4	5,84%
ТГК 6	5,91%
ТГК 7	6,39%
ТГК 8	6,86%
ТГК 9	7,18%
ТГК 10	16,36%
ТГК 11	4,89%
ТГК 12	6,81%
ТГК 13	7,77%
ТГК 14	6,13%

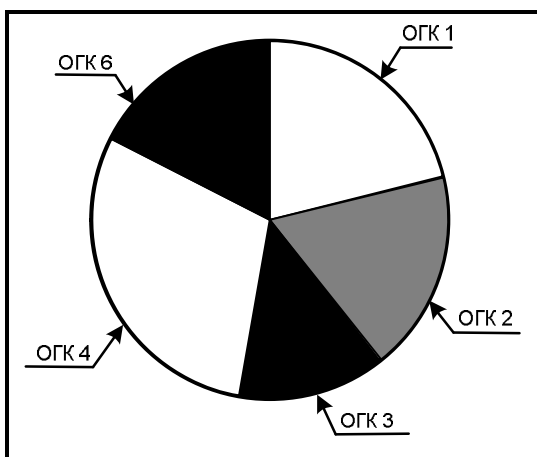


Рис. 6. Структура ОГК в РАО «ЕЭС преф»

Таблица 10

СТРУКТУРА ОГК В РАО «ЕЭС ПРЕФ»

ОГК	Доля компании в структуре ОГК
ОГК 1	21,18%
ОГК 2	18,29%
ОГК 3	13,38%
ОГК 4	29,55%
ОГК 6	17,60%

Таблица 11

СТРУКТУРА ТК В РАО «ЕЭС ПРЕФ»

ТГК	Доля компании в структуре ТК
ТГК 1	15,38%
ТГК 2	3,69%
ТГК 3	25,03%
ТГК 4	4,70%
ТГК 6	4,49%
ТГК 7	10,64%
ТГК 8	5,98%
ТГК 9	5,73%
ТГК 10	10,44%
ТГК 11	2,41%
ТГК 12	5,96%
ТГК 13	4,62%
ТГК 14	0,94%

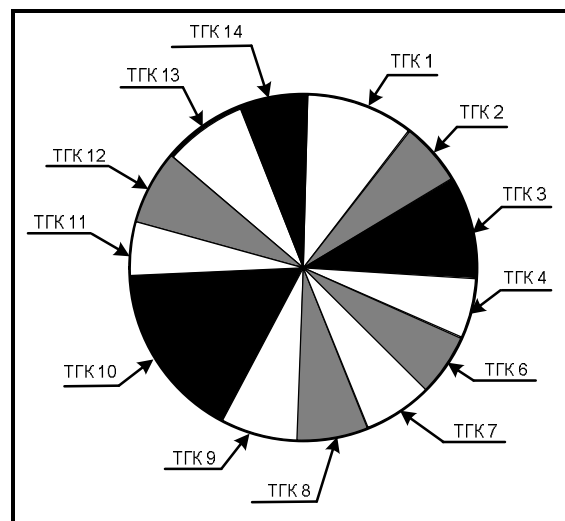


Рис. 8. Структура группы ТК в РАО «ЕЭС преф» с нормировкой по мощности

Потенциал пакета акций

Холдинг «ИнтерРАО ЕЭС» приобретает зарубежные электростанции в странах бывшего СССР: Молдавии, Грузии. Ввиду отставания цен в этих странах от уровня цен РФ потенциал роста электроактивов в этих странах

достаточно высокий. А политические риски должны рано или поздно пройти и уступить место стабилизации.

РАО «Энергетические системы Востока» находится рядом с Китаем, который активно развивается и испытывает повышенные потребности в энергии, в том числе в электроэнергии. РАО «ЕЭС» ведет переговоры об экспорте электроэнергии в Китай. Ввиду объективной потребности в экспорте электроэнергии – объективно возникающей от экспорта добавленной стоимости – со временем обе стороны договорятся.

Экспорт электроэнергии соответствует политике развития РФ – у экспорта электроэнергии больше добавленная стоимость, чем у экспорта ресурсов.

Оптовые генерирующие активы по стоимости установленной мощности существенно отстают не только от развитых, но и от развивающихся стран. Во время реформы генерирующие активы будут находиться в жестких условиях: запланированные темпы роста цен на топливо превышают планируемые темпы роста электроэнергии. В то же время, после окончания реформы цены на электроэнергию также будут определяться рынком.

Строительство электростанций – долгий и дорогой процесс. Эти обстоятельства могут существенно смягчить ценовой прессинг на генерирующие активы во время проведения реформы.

Территориальные генерирующие компании, помимо электроэнергии, производят еще и тепло. Это их дополнительное преимущество. Однако их территориальная привязанность связана с поставками населению, цены для которого будут продолжать регулироваться.

Ввиду роста экономик третьих стран, прежде всего Китая и Индии, мировая экономика будет испытывать повышенный спрос на ресурсы. Повышенный спрос на ресурсы оборачивается их повышенной ценой, что обеспечивает дополнительные притоки валюты в РФ.

Дополнительный приток валюты в страну – фактор роста благосостояния населения, особенно учитывая тот факт, что уже запущена механизм развития той части экономики, которая ориентирована на внутренний спрос. Развитие экономики определяет рост благосостояния населения, а следовательно, и рост его платежеспособности. Рост платежеспособности позволяет повышать цены для населения на тепло и на электроэнергию.

Развитие территориально генерирующих активов связано с большим риском в сравнении с развитием ОГК. Большой риск отвечает и большей потенциальной доходности.

Существенной проблемой генерирующих активов является их преимущественная ориентация на газ, которого внутри РФ не хватает. Не хватает вследствие заниженной внутренней цены. Либерализация цен на газ также проблема для генерирующих компаний, так как цены на электроэнергию регулируются существенно жестче, чем цены на газ.

Цены на уголь (в перерасчете на тонну условного топлива) существенно меньше цен на газ. Однако стоимость киловатта генерирующих активов, работающих на угле, существенно больше стоимости киловатта генерирующих активов, работающих на газе.

Многие генерирующие активы, работающие на угле, морально устарели, т.е. имеют меньший КПД в сравнении с западными. И привязаны к конкретному виду угля.

Для строительства новых угольных электростанций требуется подведение железнодорожных веток, а для строительства газовых электростанций, помимо хороших отношений с Газпромом и получения квот на газ, требуется еще и строительство ответвлений газопроводов.

Гидрогенерирующие активы очень привлекательны. Для производства электроэнергии им не требуется топливо. И стоимость замещения гидрогенерирующих активов существенно превышает стоимость замещения ОГК или ТГК. Это фактор существенного роста стоимости гидрогенерирующих активов.

С гидроэлектростанций взимается водный налог за пользование водными ресурсами. Этот налог в состоянии изъять всю дополнительную прибыль и свести к нулю преимущество от производства электроэнергии без топлива. Водный налог – существенный сдерживающий фактор для роста стоимости гидрогенерирующих активов.

Также существенная часть гидроэлектростанций расположена в Сибири. Потребности же в дополнительной электроэнергии возникают на Дальнем Востоке, прежде всего для экспорта в Китай, и на западе РФ – для развития промышленности и для экспорта электроэнергии в Европу.

Для изъятия свободной электроэнергии из Сибири требуется развитие магистральных сетей, т.е. требуются существенные капиталовложения. Без дополнительного развития магистральных сетей электроэнергия гидроэлектростанций может остаться дешевой, т.е. невостребованной.

Распределительные сетевые активы в РФ сильно недооценены в сравнении с развивающимися и развитыми странами. В то же время в РФ они существенно больше изношены. Передача электроэнергии в РФ так же сопровождается существенно большими потерями.

Институциональный взгляд

64,6% от общего количества владельцев ADR и GDR ОАО РАО «ЕЭС» предпочли получить GDR или акции ОГК-5 и 22,3 % GDR ТГК-5 – соответственно.

Цифры отличаются практически в три раза и говорят о том, что акционеры большинством голосов поддерживают ОГК и подавляющим большинством голосов не принимают ТГК. Многие, в том числе профессиональные игроки рынка, не специализирующиеся на электроэнергетике, плохо, если вообще понимают, суть реформы, что такое ОГК, ТГК, МСК, РСК. К их категории в первую очередь относятся спекулянты и приверженцы механических систем [2], во вторую очередь лица, специализирующиеся на других отраслях и на портфелях, сбалансированных по отраслям и включающих в себя облигации.

После разделения акции РАО «ЕЭС» трансформируются в пакет акций из 23 компаний. Объем работы для аналитика, при сохранении их всех, возрастет также в 23 раза, при условии, что аналитик работал с крупными эмитентами и не опускался до уровня малоликвидных бумаг. Это предположение подходит для ряда инвестиционных фондов широкого профиля, прежде всего для фондов, работающих с иностранными деньгами.

При ориентации на весь пакет получаемых бумаг требуется увеличение штатного расписания аналитиков. По меньшей мере, необходимо понимать потенциал и перспективы каждой бумаги по отдельности – что продавать, что держать, что наращивать, что покупать.

Если такой ориентации нет, то в качестве минимизации риска альтернативой участию в реформе становится выход из бумаги до разделения. По оценкам, доля нерезидентов в РАО «ЕЭС» составляет около 15%. Из них 88% «голосуют» против ТГК. На рынок в совокупности может выйти 13,2% от общего объема бумаг РАО «ЕЭС». Такой объем вполне может спровоцировать обвал рынка РАО «ЕЭС», т.е. существенный провал, не укладывающийся ни в какие фундаментальные показатели. Картину дополняют грядущие выборы, коррупция.

Технический взгляд

На месячных и на недельных свечных графиках (см. рис. 9, 10) по состоянию на 16.10.2007 видно, что размер тела свечей стал небольшим. Верхняя и нижняя иголки, выходящие из свечей, обозначают максимумы и минимумы соответственно. Тело свечи – цилиндр – на-

ходится между ценами открытия и закрытия периода. Если цена открытия меньше цены закрытия, то свеча белая, если цена открытия выше – тело свечи черное.

В нижнем разделе столбиками показан объем продаж. На месячном графике – последняя свеча с небольшим телом, что может объясняться неполным месяцем. На недельном графике 3 последние недели характеризуются свечами с небольшими телами. На недельном графике свечи находятся близи уровня поддержки – май и март 2007. Немного ниже находится уровень поддержки декабря 2007. Технически картинку можно классифицировать как флаг с целью около 47 руб. что соответствует независимым фундаментальным оценкам.

Исходя из недельного графика – консолидация еще ближе к началу, чем к концу. Исходя из месячного графика – консолидация еще только обозначается.

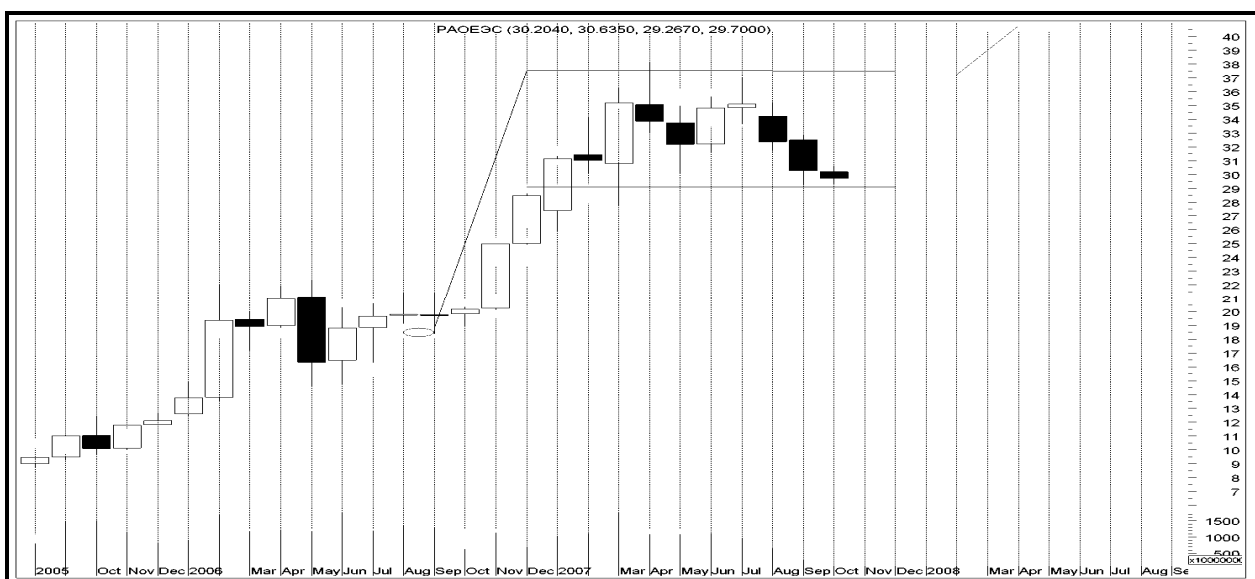


Рис. 9. Месячный график РАО «ЕЭС»



Рис. 10. Недельный график РАО «ЕЭС»

Бифуркационный анализ

В настоящее время акции РАО «ЕЭС» обладают двумя типами характеристик:

- голубой фишки;
- второго эшелона.

Характеристики голубой фишки: большие объемы торгов, маргинальная бумага. Характеристики второго эшелона: большой фундаментальный потенциал роста, фундаментальная недооцененность, разделение, потеря маргинальности перед разделением.

В настоящее время РАО «ЕЭС» привлекает два типа совершенно разных инвесторов:

- спекулянтов, технических игроков, приверженцев механических торговых систем;
- фундаменталистов и стратегов.

Перед разделением до первого июля 2008 года из РАО «ЕЭС» должен состояться полный исход спекулянтов и технических игроков. Одновременно, ввиду сильной фундаментальной привлекательности, акции РАО «ЕЭС» будут собираться стратегами и фундаменталистами. Эти две тенденции противоположны: одна категория будет избавляться от акций, другая приобретать. Борьба двух тенденций может обернуться повышенной волатильностью бумаги, парадоксальным поведением – поведением необъяснимым с точки зрения фундаментального анализа.

Можно также отметить, что уже сейчас потенциал РАО «ЕЭС» соответствует потенциалу средних бумаг электроэнергетики. Лучший потенциал только у избранных бумаг. Этот фактор обещает сильную фундаментальную поддержку и защиту от существенных проседаний.

В настоящее время акции РАО «ЕЭС» соответствуют двум режимам: голубой фишки и второго эшелона. Такая раздвоенность будет продолжаться практически до конца жизни акций РАО «ЕЭС». Соответственно малые изменения внешних параметров – настроений, ожиданий, прогнозов, домыслов, слухов, могут сопровождаться переходом с режима на режим.

Смена режимов может оборачиваться сменой ценовых ожиданий и цен. Разным режимам функционирования – голубая фишка, второй эшелон, смешанный режим – соответствуют разные цены акций. Это и естественно. У стратегов и фундаменталистов одни представления о справедливой цене. У спекулянтов и приверженцев механических торговых систем – совсем другие. Эти представления основаны совершенно на разных признаках.

Преимущества фундаментального подхода

Фундаментальный подход позволяет получать хорошие доходы в длительной перспективе. Также понимание того, что стоит за бумагой позволяет легче переживать трудные моменты рынка.

Следование фундаментальному подходу, особенно на рынке акций второго эшелона, часто сопровождается повышенной волатильностью – колебанием стоимости портфеля. Однако фундаментальный бизнес, стоящий за бумагами, при этой волатильности не меняется. И это дает точку опоры в весьма тяжелые и смутные времена финансовых кризисов, обвалов рынка.

На рис. 11, 12 показана доходность, получаемая при управлении портфелем по методу фундаментального

анализа. Одновременно приведенная доходность индекса РТС. IRR – годовая процентная ставка, соответствующая вкладу с момента его основания, и посчитанная по методу сложных процентов [2].

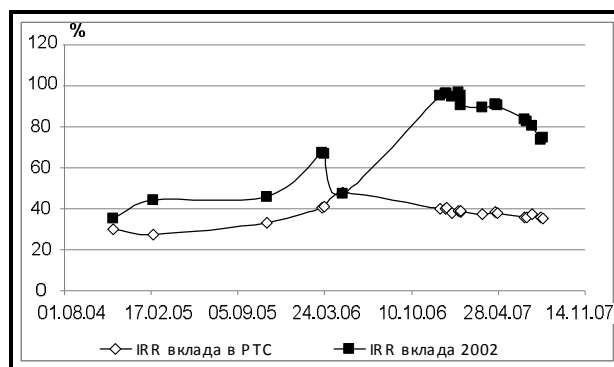


Рис. 11. IRR вклада 2002 года

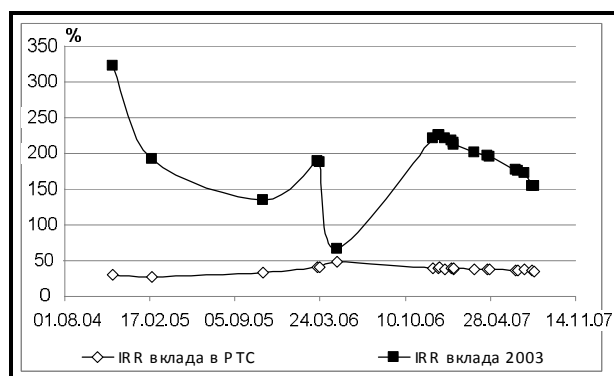


Рис. 12. IRR вклада 2003 года

Подход фундаментального анализа применим не только для биржевой игры. На основе этого подхода в декабре 1997 года было предложено изменить стратегические приоритеты ГРУППЫ РОЭЛ. В качестве основного приоритета автором было предложено начать скупку производственных активов, которые были сильно недооценены.

Претензии автора на научно-практический приоритет в этом предложении основаны на следующем⁹:

- идеология была разработана автором еще в 1993 году [5] и в 1997 году автору было достаточно лишь просчитать предприятие, чтобы получить конкретные цифры [6, 2];
- часть руководителей группы РОЭЛ была занята электро-технической корпорацией (торговавшей электромоторами не тогда еще своих предприятий), другая часть – консалтингом за гонорары и часть добавляемой прибыли;
- первые практические работы с недооцененными активами пошли лишь с середины 1998 года;
- эта же идеология с учетом очередности отраслей промышленности была применена к фондовому рынку (когда автор считал целесообразным пересмотреть личные приоритеты).

Правильные выбор места приложения сил и энергии позволит существенно увеличить производимую добавленную стоимость, что для ГРУППЫ РОЭЛ обернулось темпами роста, не сопоставимыми с темпами роста в:

- торговле электромоторами в качестве посредников;
- консалтинге за гонорары и часть от добавленной прибыли.

⁹ Взгляды автора отражают только его личную профессиональную точку зрения и могут не совпадать с официальной версией или мнением журнала.

Управление биржевыми активами начиналось с очень и очень небольших привлекаемых активов, но понимание экономики, фундаментального анализа, идеологии рынка позволило эти привлеченные активы существенно увеличить. В управлении важны не столько активы, сколько привлекаемые к этим активам рычаги:

- знаний и технологий;
- навыков и умений;
- мыслительной энергии.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Можно предположить, что основным фактором существенного дисконта РАО «ЕЭС» к фундаментальной основе стоимости является исход из этой бумаги чисто спекулятивных игроков. Для стратегических инвесторов бумага представляется перспективной.

Информационный характер оценок

Тренев Н.Н. предупреждает, что оценки носят информационный характер, сделаны на основе доступной публичной информации, не являются предложением о покупке / продаже акций и других ценных бумаг, рекомендации не могут быть побуждением к действию, Тренев Н.Н. не несет ответственности за возможные убытки.

Тренев Николай Николаевич

Литература

1. Коуплент Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд. М.: «ОЛИМП-БИЗНЕС», 2007. – 576 с.
2. Тренев Н.Н. Управление финансами. М.: Финансы и статистика, 1999 – 496 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. Питер: Москва, 2007. – 1340 с.
4. Найман Э.Л. Маля энциклопедия трейдера. Киев: ВИРА-Р, 2001. – 296 с.
5. Тренев Н.Н., Тренева Е.А. Краткий обзор экономико-математических проблем стран бывшего СССР. Причины, анализ, подходы к решению. Сборник МФТИ Матем. модел. процессов упр. и обр. инф. 1993. – С. 46-55
6. Тренев Н.Н. Стратегическое управление предприятием на основе самоорганизации. Аудит и финансовый анализ. 1998. №1. С. 209-252.

РЕЦЕНЗИЯ

Статья посвящена интересной и важной теме – сравнительной оценке стоимости акций РАО «ЕЭС» до разделения. В настоящее время реформа электроэнергетики проводится вполне успешно, но еще далека от завершения. Часть параметров реформы еще не утверждена, часть пересматривается. Все это затрудняет проведение оценки и заставляет отказаться от применения методов дисконтирования свободного денежного потока или экономической прибыли.

Для оценки акций РАО «ЕЭС» автор применяет сравнительный подход, который дополняет методами институционального анализа и массовой психологии (психологии рынка). Сочетание этих подходов позволяет автору подойти комплексно к оценке стоимости акций. Результаты анализа имеют существенное прикладное значение.

Рассмотренные автором вопросы свидетельствуют о глубоком понимании проблематики оценки акций.

Данная статья содержит элементы научной новизны, практически значима и рекомендуется к публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Хрусталёв Е.Ю., проф., д.э.н., в.н.с. ЦЭМИ РАН

4.2. RUSSIAN OPEN SOCIETY «UNITED POWER SYSTEMS» BEFORE SEPARATION

N.N. Trenev, Doctor of Science (Economic),
Candidate of Science (Physico-Mathematical)

*Central Economic-Mathematical Institute of the Russian
Academy of Sciences*

By July, first, 2008 of the Russian Open Society «United Power Systems» it will be divided into 23 independent companies. Cost of these of the company can be counted as separate components, and as a part of the Russian Open Society «United Power Systems». If these digits disperse, there is an arbitration possibility. The given paper also is devoted research of this possibility.