

Мосэнерго: МЕГАватты для МЕГАполиса


ГАЗПРОМБАНК

Параметры облигационного займа Мосэнерго, серия 2

| S&P | В-/Позитивный | |
|--------------|----------------|--------|
| Объем займа | Срок обращения | Оферта |
| 5 млрд. руб. | 10 лет | 6 лет |

- ▶ ОАО «Мосэнерго» (рейтинг S&P В-/позитивный) - крупнейшая территориальная генерирующая компания (ТГК), производящая 7% электроэнергии России. Мосэнерго унаследовала 72% генерирующих активов «дореформенной компании» после её разделения в 2005 г. Выручка компании по МСФО в 1-м полугодии 2005 г. составила 44 млрд. руб., рентабельность EBITDA 21%
- ▶ Ключевыми факторами инвестиционной привлекательности Мосэнерго являются монопольное положение в московском регионе, поддержка со стороны акционеров и органов государственной власти. В настоящий момент 51% акций Мосэнерго принадлежит государственной РАО «ЕЭС России», блокпакет акций группе Газпром, около 7% принадлежит структурам, контролируемым Правительством Москвы.
- ▶ Менеджмент Мосэнерго ориентирован на повышение эффективности и уровня безопасности компании. В 2006-2007 г. компания рассматривает возможность привлечения на эти цели инвестиционных средств через допэмиссию акций.
- ▶ Коэффициенты долговой нагрузки Мосэнерго находятся на низком уровне, сопоставимом с ФСК ЕЭС. Долг/EBITDA составляет 1.4, а долг/капитал 0.32. Согласно долговой политике Мосэнерго размер финансового долга в ближайшие годы будет ограничен 19 млрд. руб.
- ▶ Мы полагаем, что кредитное качество и приоритетность Мосэнерго сопоставимы с уровнем ФСК ЕЭС, а существующая разница в кредитных рейтингах между ними является атавизмом реформирования компании и будет со временем нивелирована после публикации годовой отчетности Мосэнерго.

Мы оцениваем справедливый спрэд облигаций Мосэнерго, серии 2, при размещении на уровне 100-130 б.п. к G-кривой ММВБ, что соответствует доходности к оферте на уровне 7.6-7.9%, с учетом премии за первичное размещение, а ставку купона на уровне 7.45-7.75%.

SWOT- анализ Мосэнерго

Сильные стороны

- + расположение в наиболее финансово успешном и энергодефицитном регионе в РФ
- + сильные акционеры
- + экономия топлива и гарантированный сбыт основной части электроэнергии за счет преимуществ когенерации
- + высокая конкурентоспособность на рынке электроэнергии в условиях либерализации рынка
- + крупнейшая тепловая генерирующая компания в России – возможности использования эффекта масштаба для повышения эффективности
- + надежность поставок топлива в московскую энергосистему
- + относительно низкий уровень долговой нагрузки

Слабые стороны

- высокий износ основных средств
- текущее тарифное регулирование по методу «затраты плюс», не создающее стимулов для повышения эффективности и ограничивающее рентабельность производства
- низкая доля инвестиционной составляющей в тарифе

Возможности

- ! увеличение инвестиционной составляющей в тарифе в силу очевидной необходимости инвестиций в генерирующие мощности, вероятно через плату за мощность
- ! реализация мероприятий по устранению перекрестного субсидирования
- ! потенциал повышения эффективности за счет модернизации оборудования
- ! возможность роста цен опережающего роста цен на электроэнергию в московском регионе в условиях либерализации рынка электроэнергии и мощности
- ! привлечение инвестиций через допэмиссию акций

Угрозы

- ? недостаточная компенсация в тарифе инвестиционных затрат, приводящая к низкой экономической эффективности новых проектов, политическое давление
- ? возможность повторения системных аварий в ближайшие 2-3 года
- ? рост цен на газ темпами, существенно опережающими инфляцию
- ? риски, связанные с определением будущих «правил игры» в электроэнергетике

Источник: оценки Газпромбанка



Содержание

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Рыночное позиционирование выпуска | 3 |
| Современное состояние электроэнергетики РФ. Предпосылки реформы | 6 |
| Реформирование электроэнергетики | 8 |
| Мосэнерго в структуре российских генерирующих компаний | 9 |
| Реформирование ОАО «Мосэнерго» | 10 |
| Состояние энергорынка московского региона | 11 |
| Рынок электрической энергии | 11 |
| Рынок тепловой энергии | 14 |
| Система тарифного регулирования | 15 |
| Финансовая модель Мосэнерго | 17 |
| Выручка | 17 |
| Операционные расходы | 19 |
| Оборотный капитал | 20 |
| Программа капитальных вложений | 21 |
| Займы и кредиты | 22 |
| Дивиденды | 23 |
| Приложение 1. Финансовая модель Мосэнерго, млн. долларов, МСФО | 24 |
| Приложение 2. Фактический вступительный баланс Мосэнерго, руб., РСБУ на дату разделения Мосэнерго - 01/04/2005 | 28 |



Рыночное позиционирование выпуска

Мосэнерго (S&P B-/поз.) планирует выход на рынок публичных заимствований в 2006 г. с двумя займами по 5 млрд. руб. каждый. Выпуск первого 5 млрд. займа с 6 летней офертой и сроком обращения 10 лет намечен на март текущего года.

Появление новой «голубой фишки» с уникальным положением в энергетике страны, на наш взгляд, вызовет большой интерес у инвесторов, тем более, что Мосэнерго является одной из немногих российских компаний, без задержек погасивших еврооблигации, выпущенные до 1998 г. В 2002 г. Компания точно в срок погасила еврооблигации на \$200 млн. выпущенные в 1997 г.

Облигационный заем Мосэнерго является дебютным на рублевом рынке, что не позволяет ориентироваться на обращающиеся заимствования компании при определении справедливой доходности. Поэтому в качестве наиболее подходящих для сравнения облигаций, мы выбрали займы ФСК ЕЭС (S&P B+/стаб.), также являющейся дочерней компаний РАО ЕЭС России (S&P B+/стаб.).

Рейтинг Мосэнерго на 2 ступени ниже рейтинга материнской РАО ЕЭС, однако, высокое кредитное качество ареала деятельности компании - Москвы (BBB) и Московской области (BB-/поз), а также позитивный прогноз рейтинга Мосэнерго создают комфортные условия для инвесторов в облигации и в значительной степени нивелируют разницу в рейтингах.

Задайте себе несколько вопросов:

- ▶ Каков риск дефолта Мосэнерго?
- ▶ Какие грандиозные процессы в экономике и политике страны должны произойти, чтобы косвенно контролируемая государством и группой Газпром компания, оперирующая в самом динамичном и платежеспособном регионе страны, объявила о дефолте?

Ответ очевиден, риски дефолта Мосэнерго прочно коррелируют с рисками суверенного дефолта, рисками дефолта Группы Газпром и правительства Москвы вероятность как одновременного, так и сепаратного возникновения которых в обозримой перспективе маловероятна.

Кредитные рейтинги рейтинговых агентств относительно Мосэнерго, отражают на сегодняшний день лишь формальный подход к деятельности компании, и не учитывают стратегической важности Мосэнерго для России и повышенного внимания к стабильности ее деятельности органов государственной власти, а также вероятной поддержки акционеров.

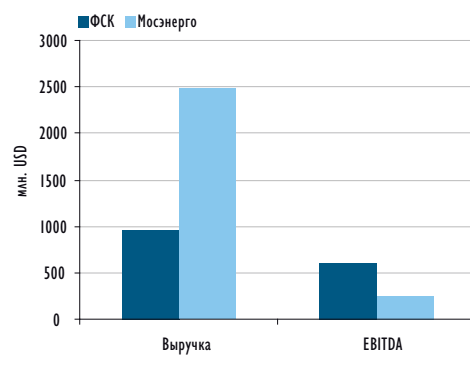
Мы полагаем, что после публикации годовой отчетности Мосэнерго по МСФО за 2005 г. и 1-й квартал 2006 г. по РСБУ, а также появления определенности с допэмиссии акций компании, рейтинговые агентства пересмотрят рейтинг Мосэнерго как минимум на 1 ступень, до уровня S&P «B».

Показатели долговой нагрузки ФСК ЕЭС и Мосэнерго во многом похожи. В частности по нашим оценкам коэффициент долг/ЕБИТДА у ФСК в 2005 г. составит 1.1, а у Мосэнерго 1.4, коэффициент Долг/Капитал 0.13 и 0.32 соответственно. Уровень рентабельности по балансовым показателям, также находится на сопоставимом уровне: рентабельность капитала (ROE) у ФСК в 2005 г. составит 5.3%, а у Мосэнерго 7%.

Основным отличиями, которые на наш взгляд могут способствовать размещению облигаций Мосэнерго с премией к займам ФСК является более высокий уровень рентабельности основной деятельности (ЕБИТДА margin) ФСК 61.7%, при 10% у Мосэнерго, а также фактор дебютного выпуска. Мы оцениваем эту премию на уровне 20-40 б.п.

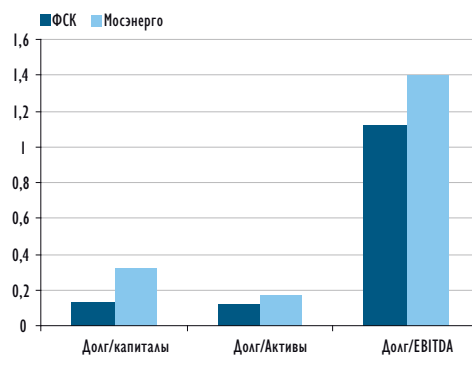


Сравнение финансовых операционных показателей Мосэнерго и ФСК, 2005 (П)



Источник: расчеты Газпромбанка

Сравнение уровня долговой нагрузки Мосэнерго и ФСК, 2005 (П)



Источник: расчеты Газпромбанка

В качестве базы (ориентира) для оценки справедливой доходности облигаций Мосэнерго была выбрана бескупонная G-кривая ОФЗ рассчитываемая ММВБ. По нашему мнению, доходность первого облигационного займа Мосэнерго целесообразно рассчитывать как средневзвешенный спрэд по облигациям ФСК ЕЭС к G-кривой плюс кредитная премия к ФСК и премия за первичное размещение.

Оценка справедливой доходности облигаций Мосэнерго

| Наименование | Купон | Цена закрытия | Доходность | Дюрация | Дата oferty/погашения | Объем размещения, тыс. руб. | Спрэд к G-кривой п.п. |
|---------------------------------------------|-------|---------------|------------|---------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------|
| ФСК-1 | 1.6 | 104.6 | 6.80% | 1.6 | 18.12.2007 | 5 000 000 | 99 |
| ФСК-2 | 3.60% | 1004.3 | 7.30% | 3.6 | 22.06.2010 | 7 000 000 | 83 |
| Усредненный спрэд | | | | | | 80-90* | |
| Кредитный спрэд ФСК - Мосэнерго | | | | | | | 20-30 |
| Премия за дебют | | | | | | | 0-10 |
| Расчетный спрэд Мосэнерго к G-кривой | | | | | | | 100-130 |
| G-кривая | | | 6.59% | 4.9 | | | |
| Доходность Мосэнерго | | | | | | | |
| Вариант 1 | | | 7.59% | 4.9 | | | |
| Вариант 2 | | | 7.89% | 4.9 | | | |

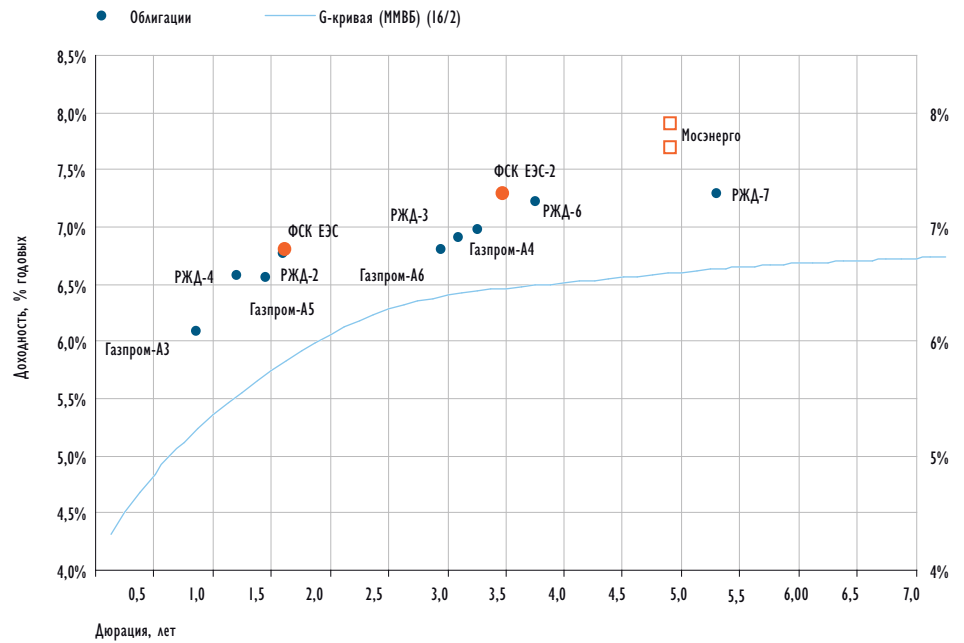
* В связи тем, что угол наклона G-кривой ОФЗ резко уменьшается при увеличении дюрации выпусков, спрэд облигаций одного и того же эмитента существенно различается на коротком и длинном конце кривой. Т.к. Мосэнерго планирует выпуск облигаций с длинной дюрацией, мы считаем правильным брать за базу отчета спрэд к G-кривой близкий к долгосрочному выпуску ФСК-2.

Таким образом, мы оцениваем ставку купона при размещении нового выпуска облигаций Мосэнерго в диапазоне 7.45-7.75%, а эффективную доходность в диапазоне 7.6-7.9%.



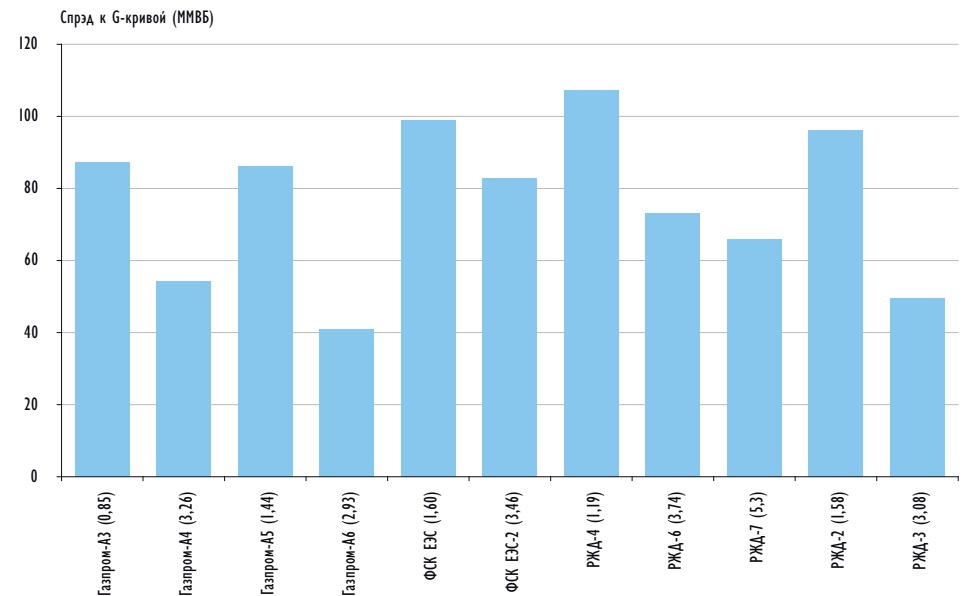
Карта рынка

Кривая доходности облигационных выпусков облигаций 1-го эшелона на 18 февраля 2006 г.



Источник: ММВБ, оценки Газпромбанка

Спрэды доходностей облигаций 1-го эшелона к G-кривой на 18 февраля 2006 г.



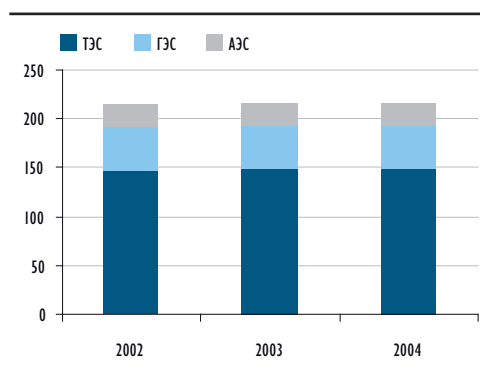
Источник: ММВБ, оценки Газпромбанка



Современное состояние электроэнергетики РФ. Предпосылки реформы

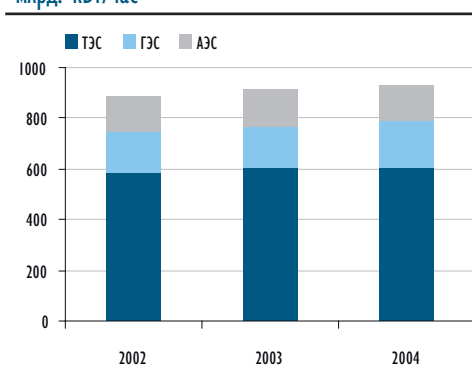
Российская электроэнергетика с 215 ГВт установленной мощности оборудования является четвертым в мире производителем электроэнергии после США, Японии и Китая. Около 70% электроэнергии вырабатывается на теплоэлектростанциях, около 21% - на гидроэлектростанциях и около 11% - на атомных электростанциях. В среднем по России в структуре потребляемого тепловыми электростанциями топлива 60% приходится на природный газ. При этом в целом по стране около 60% установленной мощности теплоэлектростанций используется в режиме когенерации - одновременного производства электрической и тепловой энергии.

График 1. Установленная мощность, ГВт



Источник: Мосэнерго

График 2. Выработка электроэнергии, млрд. кВт/час



Источник: Мосэнерго

Генерирующие мощности распределены по стране неравномерно – основные гидроэнергетические мощности сосредоточены в Сибири и на Волге, в Центральном регионе страны преобладают работающие на газе тепловые электростанции и атомные электростанции, основная часть угольных электростанций находится на Урале и в Сибири. В структуре потребления основную долю занимает Европейская часть страны, затем примерно равные доли приходятся на Урал и Сибирь.

Энергетическое оборудование в целом отличается высокой степенью износа, при этом средний возраст энергетического оборудования превышает 30 лет. До недавнего времени, высокий средний возраст активов не представлял серьезной угрозы обеспечению надежности энергоснабжения. Однако замена устаревшего оборудования и сетевой инфраструктуры начинает приобретать все большее значение. По оценкам правительства, около 50% мощностей генерирующего оборудования в электроэнергетике должны быть заменены в течение ближайших 10 лет, что потребует около 50 млрд. долларов США капиталовложений.

Тем не менее в настоящее время, в России сохраняется избыток производственных мощностей, возникший из-за резкого сокращения спроса на электроэнергию после распада СССР. Сейчас спрос на электроэнергию растет примерно на 2% в год, а запас мощности оценивается на уровне 20-25%, однако, в некоторых регионах этот резерв уже значительно ниже. В нескольких регионах уже наблюдается дефицит электроэнергии и мощности. Наиболее остро проблема энергодефицита выражена в Московском регионе.

Еще одной проблемой является недостаток пиковых мощностей. Структура потребления электроэнергии внутри дня отличается высокой неравномерностью. Так, например, в зимние месяцы спрос на электроэнергию внутри дня в Московском регионе (без учета Загорской ГАЭС) в часы минимума в районе 3-х часов ночи почти на 40% ниже чем в часы максимума – в 18-19 часов. В основном, потребность в пиковых мощностях покрывается за счет гидроэлектростанций, маневренные тепловые газотурбинные станции в структуре российской электроэнергетики практически не представлены. В существенно меньшей степени на изменение суточной потребности в электроэнергии способны реагировать работающие на газе ТЭЦ и ГРЭС, и практически не способны реагировать на изменения суточного цикла атомные электростанции.



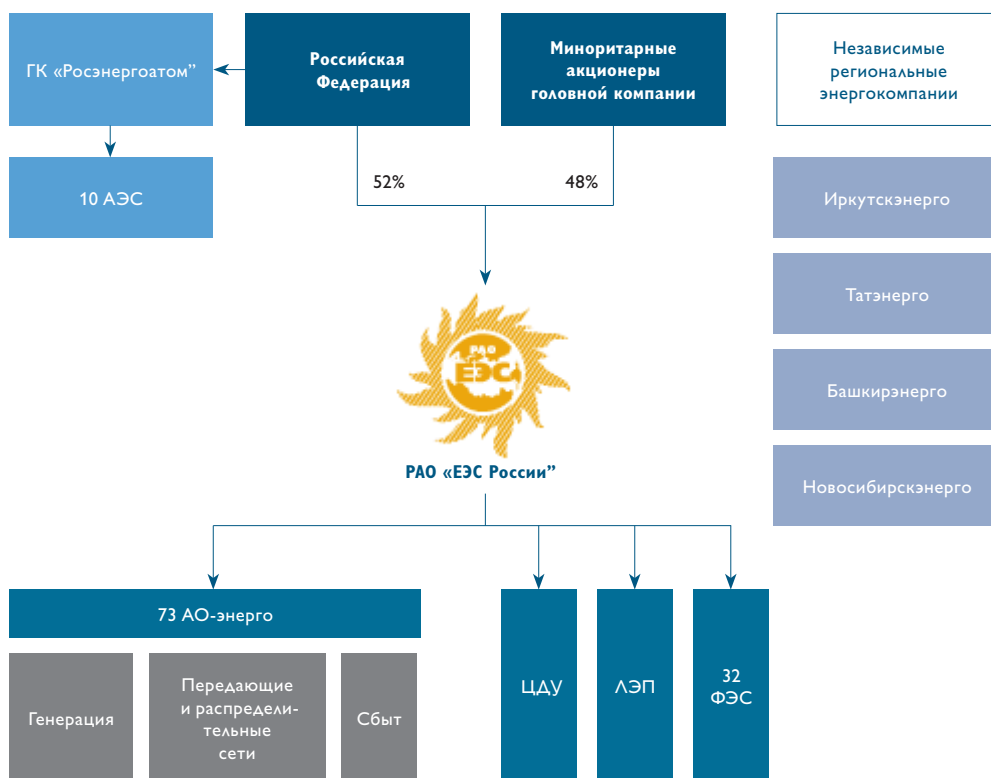
В Московском регионе потребность в пиковых мощностях покрывается в основном за счет единственной в России Загорской гидроаккумулирующей электростанции (Загорской ГАЭС), способной потреблять избыточную электроэнергию в часы ночного минимума и выдавать ее в энергосистему в пиковые часы.

Определенные возможности по покрытию пиковых мощностей предоставляет и единая энергосистема – за счет переброски электроэнергии между находящимися в разных часовых поясах регионами, однако, для эффективной работы в данном направлении не хватает пропускной способности сетей.

Сочетание недостатка пиковой мощности и избытка мощности в остальные часы приводит к тому, что наименее эффективные станции вынуждены сокращать общее время работы, наиболее эффективно работая лишь в пиковые часы, что сказывается на их экономической эффективности и долговечности оборудования.

Сетевую инфраструктуру, основу которой составляет одна из наиболее протяженных в мире систем магистральных сетей, Россия получила в наследство от СССР. Основная часть сетей вводилась в действие в 60-70-х прошлого века. Из-за заложенного в систему высокого запаса прочности до недавнего времени магистральные сети, в целом, справлялись с лежащей на них нагрузкой и эффективно перераспределяли потоки электроэнергии из энергоизбыточных в энергодефицитные регионы.

Диаграмма 1. Структура российской электроэнергетики до реформирования



Источник: РАО «ЕЭС России»

Сочетание стареющих активов, недостатка средств на инвестиции и неуклонного сокращения избыточных мощностей привело к осознанию необходимости проведения реформы электроэнергетики. Целью реформы было обеспечение финансирования строительства новых мощностей, однако из-за сохраняющегося в целом по стране запаса генерирующих мощностей, осуществление реформы неоднократно откладывалось.



Реформирование электроэнергетики

Основной смысл реформы электроэнергетики – её дробление в целях приватизации отдельных «кусков» энергосистемы, прежде всего генерации. Предполагается, что перейдя в частные руки, вновь созданные компании будут работать с большей эффективностью конкурируя между собой, получат возможности привлекать объемные инвестиции, а их новые собственники будут заинтересованы в их развитии и модернизации и смогут предоставить необходимые этим компаниям финансовые ресурсы.

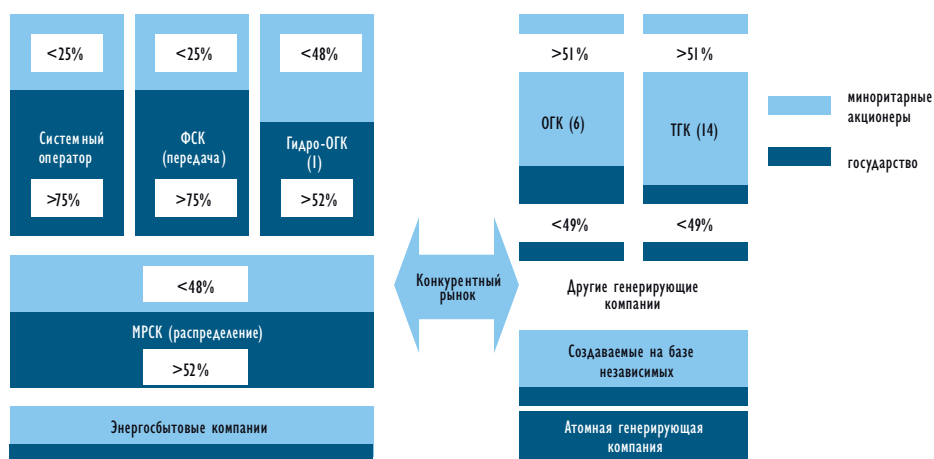
РАО ЕЭС прекратит свое существование, а вертикально-интегрированные АО-энерго будут разделены по видам деятельности с последующей горизонтальной интеграцией по группам регионов. Находящиеся непосредственно в собственности РАО «ЕЭС России» активы в основном будут распределены между вновь образованными горизонтально-интегрированными компаниями.

В ходе реформирования электроэнергетики России вертикально-интегрированные энергетические компании и холдинги подлежат разделению по видам бизнеса на генерирующие, магистральные сетевые, распределительные сетевые, сбытовые, ремонтные и прочие компании.

Конкурентные секторы подлежат полной или частичной приватизации, прежде всего тепловые электростанции, энергосбыт, ремонтные предприятия. Монопольные и стратегические сферы деятельности (атомная энергетика, сетевая инфраструктура, управление энергосистемой и основная часть гидрогенерации) не будут подлежать приватизации либо будут приватизированы частично с сохранением контроля со стороны государства. Реформирование электроэнергетики также предполагает создание конкурентных оптовых и розничных рынков электроэнергии.

Сроки реализации реформы РАО «ЕЭС России», практического воплощения ее основных элементов, неоднократно сдвигались. По прогнозам специалистов, реформа электроэнергетики завершится в 2009-2010 гг. К этому времени должны быть полностью либерализованы оптовый и розничный рынки электроэнергии, завершится создание и выделение компаний из РАО «ЕЭС России».

Диаграмма 2. Целевая структура электроэнергетики после реформирования



Источник: РАО «ЕЭС России»



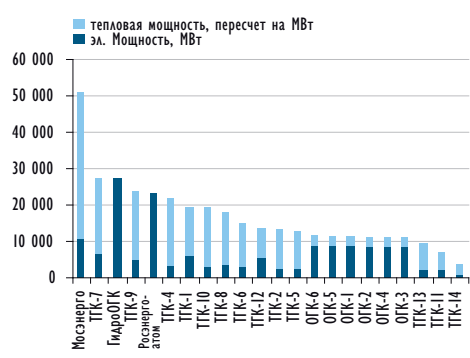
Мосэнерго в структуре российских генерирующих компаний

С установленной электрической мощностью электростанций 10 600 МВт и тепловой мощностью 34,2 тыс ГКал/ч (39 800 МВт) Мосэнерго является крупнейшей в России тепловой генерирующей компанией (среди ОГК и ТГК) и крупнейшим производителем тепла в мире.

На Мосэнерго приходится около 5% установленной мощности российских электростанций, при этом компания производит 7% производимой в России электроэнергии и 6% тепловой энергии. Важнейшей особенностью производственных мощностей Мосэнерго является комбинированное производство электроэнергии и тепла.

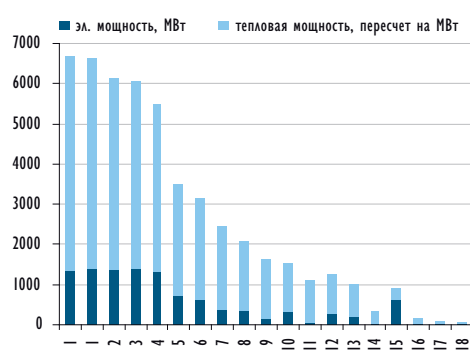
Мосэнерго отличается высокой степенью концентрации производственных мощностей, прежде всего в составе крупных ТЭЦ – на 5 крупнейших ТЭЦ приходится 64% установленной электрической мощности и 61% установленной тепловой мощности Мосэнерго.

График 3. Место Мосэнерго в целевой структуре российских генерирующих компаний



Источник: РАО «ЕЭС России», Мосэнерго, оценки Газпромбанка

График 4. Концентрация электростанций Мосэнерго (по установленной электрической мощности), МВт



Источник: Мосэнерго, оценки Газпромбанка

Таблица 1. Постанционная структура мощности ОАО Мосэнерго

| Наименование станции | Мощность электрическая, установленная/располагаемая (МВт) | Мощность тепловая, Гкал/ч | Основной вид топлива |
|--------------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------|----------------------|
| ГЭС-1 им. П.Г. Смидовича | 70/69 | 893 | газ |
| ГРЭС-3 им. Р.Э. Классона | 610,3/277 | 244,9 | газ |
| ГРЭС-3 ф.(ТЭЦ-29) | 16,78/16,78 | 54 | газ |
| ТЭЦ-6 | 24/11 | 139 | газ |
| ТЭЦ-8 | 605/601 | 2192 | газ |
| ТЭЦ-9 | 250/250 | 859 | газ |
| ТЭЦ-11 им. М.Я. Уфаева | 330/330 | 1011 | газ |
| ТЭЦ-12 | 390/396 | 1769 | газ |
| ТЭЦ-12 ф. (ТЭЦ-7) | 18/6 | 274 | газ |
| ТЭЦ-16 | 360/360 | 1484 | газ |
| ТЭЦ-17 | 192/192 | 712 | газ |
| ТЭЦ-20 | 730/728 | 2400 | газ |
| ТЭЦ-21 | 1340/1338 | 4603 | газ |
| ТЭЦ-22 | 1300/1300 | 3614 | газ, уголь |
| ТЭЦ-23 | 1410/1410 | 4515 | газ |
| ТЭЦ-25 | 1370/1370 | 4088 | газ |
| ТЭЦ-26 | 1410/1410 | 4006 | газ |
| ТЭЦ-27 | 160/160 | 1276 | газ |
| ТЭЦ-28 | 25/22 | 40 | газ |
| Итого | 10611/10247 | 34174 | |

Источник: Мосэнерго



Основная часть электроэнергии вырабатывается на крупных теплофикационных блоках марки Т-250 и Т-110, из других используемых энергоблоков распространение получили также теплофикационные блоки ПТ-80. Помимо теплофикационных блоков для покрытия потребностей потребителей в тепле в период низких температур наружного воздуха используются пиковые водогрейные котлы.

Реформирование ОАО «Мосэнерго»

Общие условия реформирования ОАО «Мосэнерго» были одобрены Советом директоров РАО «ЕЭС России» 30 января 2004 г. и Советом директоров ОАО «Мосэнерго» 4 марта 2004 г. Первым этапом реструктуризации являются Выделения из состава ОАО «Мосэнерго» 13 компаний, каждая из которых будет независима от ОАО «Мосэнерго». 1 апреля 2005 года из состава ОАО «Мосэнерго» были выделены следующие компании:

- ▶ ОАО «Московская областная электросетевая компания»;
- ▶ ОАО «Московская городская электросетевая компания»;
- ▶ ОАО «Московская теплосетевая компания»;
- ▶ ОАО «Магистральная сетевая компания»;
- ▶ ОАО «Мосэнергосбыт»;
- ▶ ОАО «Управляющая энергетическая компания»;
- ▶ ОАО «ГРЭС-4»;
- ▶ ОАО «ГРЭС-5»;
- ▶ ОАО «ГРЭС-24»;
- ▶ ОАО «Загорская ГАЭС»
- ▶ ОАО «Специализированное проектно-конструкторское бюро по ремонту и реконструкции»;
- ▶ ОАО «Мостеплосетьэнергоремонт»;
- ▶ ОАО «Мосэнергосетьстрой».

ОАО «Мосэнерго» продолжило свое существование, оставаясь собственником и оператором основных электро- и теплогенерирующих мощностей Общества.

Финансовая отчетность Мосэнерго с 1 апреля 2005 года отражает результаты деятельности только генерирующей компании – ОАО «Мосэнерго». Финансовая отчетность Мосэнерго за 6, 9 мес. 2005 года включает в себя показатели деятельности выделенных обществ за период их нахождения в составе Мосэнерго – 1 квартал 2005 года.

Согласно данным фактического вступительного баланса новых компаний после реформирования «Мосэнерго» получило 41% активов бывшей объединенной компании и 44% долгов объединенной компании (Приложение 2). При этом в составе Мосэнерго осталось 72% генерирующих мощностей по установленной электрической мощности и более 95% - по тепловой мощности.

Даже после выделения из состава Мосэнерго 13 компаний, Мосэнерго по объему установленной мощности Мосэнерго осталась крупнейшей в России генерирующей компанией, работающей на органическом топливе и крупнейшей теплофикационной компанией мира.

В виду особой важности деятельности Мосэнерго для обеспечения потребностей населения, и экономики Москвы, городские власти всегда тщательно следили за ситуацией в компании. В 2003 году Правительство Москвы, РЭК г. Москвы, РАО «ЕЭС России», ОАО «Мосэнерго» заключили «Соглашение о взаимодействии при реформировании электроэнергетического комплекса города Москвы». Аналогичное соглашение, было заключено между Правительством Московской области, ЭКМО, ОАО «РАО «ЕЭС России», ОАО «Мосэнерго». Эти соглашения, в частности, предусматривали:

Право города Москвы увеличить свою долю в уставном капитале Московских городских электросетевой и теплосетевой компаний до 51% и выше путем участия в эмиссиях дополнительных акций, проводимых данными компаниями;

Право Московской области увеличить свою долю в уставном капитале Московской областной электросетевой компании до 51% и выше путем участия в эмиссии дополнительных акций, проводимой компанией;



Обязательство ОАО «РАО «ЕЭС России» обеспечить прямое участие акционеров ОАО «РАО «ЕЭС России» в уставном капитале ОАО «Мосэнерго» и уставном капитале ОАО «Московская областная электросетевая компания».

В целях реализации положений этих соглашений Совет директоров РАО «ЕЭС России» при обсуждении проекта реформирования Мосэнерго счел целесообразным предложить акционерам Мосэнерго на этапе, предшествующем эмиссиям дополнительных акций ОАО «Московская городская электросетевая компания» и «Московская теплосетевая компания», обмен акций, принадлежащих акционерам в указанных компаниях, на акции, принадлежащие г. Москве, в других акционерных обществах, созданных в результате реорганизации ОАО «Мосэнерго».

Тем не менее, несмотря на существование такого документа, перспективы реализации его основных положений остаются весьма туманными.

Состояние энергорынка московского региона

Рынок электрической энергии

В настоящее время в России оптовый рынок электроэнергетики разделен на три сектора:

- ▶ регулируемый сектор (РС), где тарифы устанавливаются государством;
- ▶ сектор свободной торговли (ССТ), где осуществляется торговля электроэнергией по нерегулируемым ценам, как в форме заключения двусторонних договоров купли-продажи, так и в форме отбора ценовых заявок покупателей и продавцов;
- ▶ сектор отклонений, где происходит торговля разницей между запланированными почасовыми объемами потребления электроэнергии, определенными за сутки до реального времени, и фактическими объемами потребленной/произведенной электроэнергии.

Как такового, отдельного рынка электроэнергии московского региона на сегодня не существует. Московский регион находится в пределах первой ценовой зоны оптового рынка электроэнергии, объединяющей территорию от западных границ России до Урала. На регулируемом рынке цены на покупку и продажу электроэнергии устанавливаются ФСТ, на свободном и балансирующем – по рыночным механизмам с учетом транспортировки электроэнергии до точек поставки, рассчитанной на основе имеющейся у НП «АТС» математической модели Единой энергосистемы. При этом объем определяется с учетом ограничений по пропускной способности сети. Тем не менее из-за возможности для потребителей приобретать любые объемы электроэнергии по регулируемым тарифам на регулируемом рынке цены на рынке свободной торговли не превышают цен регулируемого рынка. Сектор отклонений отличается небольшим объемом – 1-2% производимой электроэнергии, цены в секторе отклонений близки к ценам на рынке свободной торговли. На 2006 г. средний тариф реализации электроэнергии станциями Мосэнерго на оптовом рынке электроэнергии с учетом платы за мощность составил 548 руб. за МВт час.

Тем не менее, несмотря на формальное отсутствие сегментации рынка электроэнергии внутри ценовых зон, фактическими разграничителями региональных рынков электроэнергии служат структура генерирующих мощностей и потребления в отдельных регионах в сочетании с особенностями строения и пропускной способности магистральной сетевой инфраструктуры. В результате на едином рынке электроэнергии формируются энергоизбыточные и энергодефицитные регионы.

В Московском регионе при отсутствии серьезных изменений со стороны генерации (за исключением ввода мощностей Загорской ГАЭС) структура потребления вырабатываемой Мосэнерго электроэнергии с 1990 года претерпела серьезные изменения – на 30% сократилось потребление со стороны промышленности и примерно на 30% увеличилось потребление со стороны населения и предприятий сферы услуг.



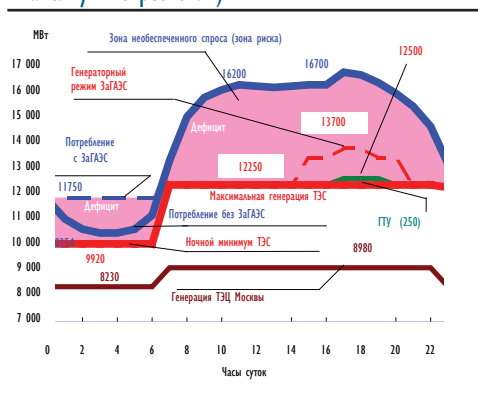
Таблица 2. Структура потребления электроэнергии, млрд. кВт/ч

| Отрасли | 1990 г. | 2000 г. | 2001 г. | 2002 г. | 2004 г. |
|-----------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Промышленность | 27,7 | 16,4 | 17,8 | 19,1 | 20,5 |
| Строительство | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 1,5 |
| Транспорт | 5,7 | 4,3 | 4,3 | 4,5 | 5,2 |
| Быт и сфера услуг | 23,9 | 29,0 | 29,8 | 30,9 | 32,3 |
| Сельское хозяйство | 2,1 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,5 |
| Итого полезное | 60,3 | 52,2 | 54,5 | 57,1 | 61,0 |
| Потери в сетях | 7,1 | 9,2 | 10,1 | 10,2 | 13,6 |
| Собственные нужды электростанций | 6,0 | 5,6 | 5,5 | 5,5 | 5,6 |
| Всего потребление | 73,4 | 67,0 | 70,2 | 72,8 | 80,1 |

Источник: Мосэнерго

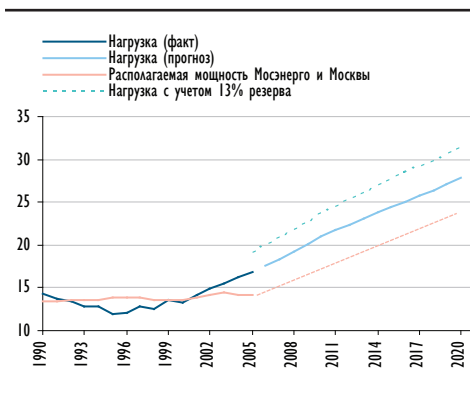
Такие изменения структуры потребления привели к повышению неравномерности использования электроэнергии в течение суток, затруднили рационализацию электроэнергии по времени суток и существенно повысили потребность в пиковых мощностях.

График 5. Баланс мощности Мосэнерго 2005-2006 г на температуру -28С (абсолютный максимум потребления)



Источник: Мосэнерго, оценки Газпромбанка

График 6. Прогноз спроса электроэнергии до 2020 г., ГВт



Источник: Мосэнерго, оценки Газпромбанка

В настоящее время в Московском регионе сформировался выраженный дефицит электроэнергии. Начиная с 1999 года спрос на электроэнергию устойчиво растет темпами 4-5% в год, при этом практически не вводилось новых генерирующих мощностей. До недавнего времени рост спроса перекрывался передачей электроэнергии из других регионов по магистральным сетям. Однако морозная зима 2005-2006 годов показала, что столичная энергосистема близка к пределу своих возможностей. Накопленный дефицит по производству электрической энергии и мощности для температуры -26 градусов к началу 2006 года составил 2700 МВт. При этом электрические сети ограничивают прием мощности из ОЭС Центра уровнем около 2800 МВт, что не позволяет в полной мере компенсировать дефицит и получить в случае необходимости резерв из объединенной энергосистемы.

То есть в зимние месяцы при температурах воздуха ниже минус 26 градусов вся Московская энергосистема включая магистральные сети, выходит на предельные режимы работы, в городе ограничивается потребление электроэнергии для промышленности.



Таблица 3. Объемы максимальной нагрузки в рабочие дни за период 1998-2006 г. потребляемой электроэнергии отраслями промышленности

| | 1999 г. | 2000 г. | 2001 г. | 2002 г. | 2003 г. | 2004 г. | 2005 г. | 2006 г. |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Абсолютный | 11 876 | 12846 | 13670 | 14 230 | 13846 | 14 588 | 14 755 | 16 200 |
| Темп роста, % | 8,2% | 4,2% | 6,4% | 4,1% | (-2,7%) | 5,4% | 1,1% | 9,8% |
| Средне-годовой | 7 415 | 7 812 | 7 998 | 8 310 | 8 601 | 9 000 | 9 360 | 9 828 |
| Темп роста, % | 6,6% | 5,4% | 2,4% | 3,9% | 3,5% | 4,6% | 4,0% | 5,0% |

Источник: Мосэнерго, оценки Газпромбанка

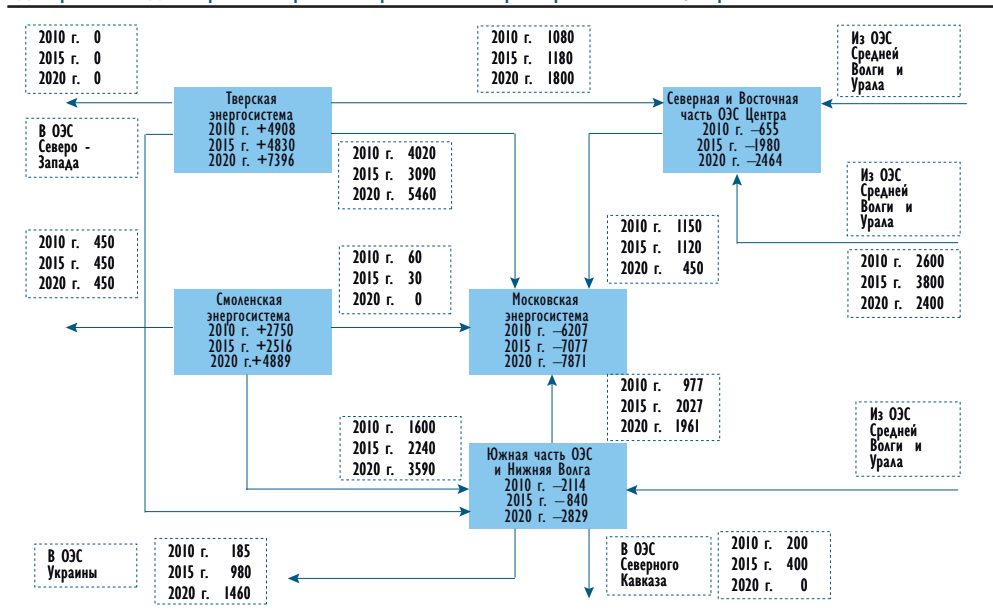
При сохранении темпов роста потребления в Московском регионе таковы, что через 2-3 года энергосистема не сможет обеспечивать нормальную работу промышленности региона при температуре свыше и 25С, существенно повысится и вероятность системных аварий. В эти периоды реальностью могут стать веерные отключения потребителей, в том числе населения в пиковые часы.

Для обеспечения стабильной работы энергосистемы Москвы, необходимо срочное развертывание работ по строительству в московском регионе генерирующих мощностей и укреплению системных сетевых связей.

С этой целью Мосэнерго разработало состоящую из трех этапов инвестиционную программу на период до 2020 года. Свои программы развития имеют и тепловые ОГК, Росэнергоатом, объекты которых расположены в непосредственной близости от Московского региона, а также Федеральная сетевая компания (ФСК).

Однако даже при условии реализации этих программ и расширению системных связей по прогнозам ведущих отраслевых специалистов, до 2020 года Московский регион по-прежнему останется энергодефицитным.

Диаграмма 3. Долгосрочный прогноз перетоков электроэнергии по ОЭС Центра, тыс МВт.



Источник: Мосэнерго, оценки Газпромбанка

С 1 апреля 2005 года Мосэнерго является только генерирующей компанией, продающей свою электроэнергию на оптовом рынке, при этом компания не занимается закупками электроэнергии, теперь эта функция отошла в ведение не входящего в структуру Мосэнерго ОАО «Мосэнергосбыт».



В условиях выраженной энергодефицитности Московского региона вопрос конкурентного окружения генерирующей компании не представляет серьезной угрозы. В зимние месяцы имеющиеся у Мосэнерго мощности загружены практически полностью. Кроме того, в условиях рынка электроэнергии электроэнергия, выработанная по теплофикационному графику (выработать которую необходимо для загрузки теплофикационных мощностей ТЭЦ), пользуется приоритетом, перед электроэнергией, вырабатываемой тепловыми электростанциями без конденсационных мощностей.

Вопрос конкуренции отчасти проявляется лишь в летние месяцы, когда резко снижается потребность в обеспечении потребителей теплом и падает спрос на электроэнергию. В этих условиях основными конкурентами являются, имеющий из-за особенностей производственного процесса безусловный приоритет на реализацию электроэнергии, Росэнергоатом (Смоленская и Калининская АЭС) и расположенные в Московском регионе ГРЭС (Каширская ГРЭС-4, Шатурская ГРЭС-5, Конаковская ГРЭС). Часть электроэнергии поставляется с мощностей ГидроОГК – ГЭС ОЭС Средней Волги и Загорской ГАЭС.

В связи с этим как никогда серьезно встал вопрос строительства новых генерирующих мощностей. До 2010 года Мосэнерго разработало программу строительства новых генерирующих мощностей. Согласно этой программе до 2010 г. Мосэнерго планирует ввести 2346 МВт, потратив на это 40 млрд. рублей, продолжить программу капитального строительства планируется и после 2010 года, практически удвоив установленные мощности Мосэнерго по сравнению с текущими показателями.

Рынок тепловой энергии

Рынок тепловой энергии в отличие от рынка электрической энергии, остается регулируемым. Тарифы на тепловую энергию ежегодно утверждаются региональными энергетическими комиссиями соответствующих регионов по затратному методу. На сегодняшний день рынок Московского региона поделен между Мосэнерго, МОЭК, муниципальными и ведомственными котельными.

В целом Мосэнерго не имеет проблем с обеспечением потребителей теплом. Однако резкое похолодание в январе 2006 года выявило дефицит тепловой мощности по ТЭЦ 16 и ТЭЦ 21. Проблемой является различия в объемах заявленной потребителями в договорах тепловой мощности и реальным потреблением тепла. Одноставочная структура тарифа на тепло не препятствует потребителям заявлять избыточные объемы тепловой мощности.

Таблица 4. Установленные тепловые мощности г. Москвы

| Источники тепла | Количество установок, ед. | Мощность, тыс. Гкал/час | Нагрузка по договорам тыс. Гкал/час | Реализация тепла в 2004 г., млн Гкал. | Коэффициент использования установленной мощности по тах.договорной нагрузке |
|------------------------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| ТЭЦ ОАО «Мосэнерго» | 14 | 30,303 (г.в.) 1,719 (пар) | 32,534 (г.в.) 1,240 (пар) | 59,1 | Больше 1. Дефицит 2225 Гкал/час (г.в.) |
| Котельные «Мос-теплоэнерго» | 67 крупных и средних, 100 мелких | 14,5 | 10,8 | 24,8 | 0,83 |
| Ведомственные источники | 3 ТЭЦ, 990 котельных (в т.ч. 67 по жилому фонду) | 1,4 7,7 | 4,6 | 10,8 | 0,56 |
| Итого | 1174 | 55,648 | 49,194 | 94,7 | 88,4 |

Источник: Мосэнерго



Таблица 5. Прогноз развития тепловых мощностей г. Москвы, млн. Гкал

| Показатели | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2010 | 2015 | 2020 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------------------------|-------------|-------------|
| Тепло всего | 94,9 | 97,2 | 96,8 | 97,6 | 94,7 | 94,8 | 97,6/98,8 97,6/98,8 | 101,5/104,1 | 105,3/109,3 |
| ТЭС всего, в т.ч.: | | | | | | | | | |
| ТЭС Москвы | 58,6 | 61,6 | 61,4 | 62,4 | 60,3 | 60,3 | 62,3/63,1 | 65,7/68,1 | 69,4/73,3 |
| ТЭС Москвы | 57,4 | 60,5 | 60,2 | 61,2 | 59,1 | 59,1 | 60,9/61,9 | 64,4/66,8 | 68,1/73,3 |
| Блок-станции | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2/1,2 | 1,2/1,2 | 1,2/1,2 |
| Котельные всего | 35,4 | 34,7 | 34,6 | 34,4 | 33,6 | 33,7 | 34,8/34,9 | 35,0/35,2 | 35,0/35,1 |
| Вторичные ресурсы | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8/0,8 | 0,8/0,8 | 0,8/0,8 |
| Нетрадиц. источники | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0/0,1 | 0,1/0,1 | 0,1/0,1 |

Источник: Мосэнерго

Основной тенденцией рынка тепловой энергии является постепенное сокращение спроса со стороны промышленного сектора и рост спроса со стороны жилищно-коммунального сектора. При этом появляется тенденция ограничения доступа Мосэнерго к теплоснабжению вновь строящихся районов жилой застройки, теплоснабжением которых занимается ОАО «МОЭК» путем строительства существенно менее эффективных по сравнению с ТЭЦ котельных.

В течение последних 5 лет спрос на тепловую энергию оставался стабильным. Оценки темпов роста тепловых нагрузок в период до 2020 года по Москве и Московской области значительно отличаются по данным различных источников. По материалам Генерального плана развития Московской области их рост к 2020 году может составить 30-35%, по данным ИНЭИ РАН 16-18%, по оценкам ОАО «МОЭК» - рост до 2% в год. Концепцией технического перевооружения энергетического хозяйства г. Москвы и Московской области рекомендуется учитывать прирост к 2020 г. 25%.

Элемент нестабильности в планирование капитальных затрат на развитие теплофикационных мощностей вносит применение одноставочного тарифа на теплоэнергию и влияние температурного фактора на выполнение производственных и технико-экономических показателей. Для устранения рисков и прекращения практики перезаявления потребителями потребности в тепловой энергии необходим переход к применению двухставочного тарифа на теплоэнергию, что связано с методическими решениями по ценообразованию ФСТ России. Мы считаем, что переход к двухставочному тарифу на реализацию тепловой энергии возможен не ранее 2009 года.

Система тарифного регулирования

В условиях реформирования электроэнергетики и «Мосэнерго» кардинально изменилась система тарифообразования на электрическую и тепловую энергию. Существовавший ранее единый регулируемый тариф на каждый вид энергии в настоящее время преобразовался в систему тарифов на производство, транспорт, распределение и сбыт энергии.

С 1 января 2006 г. Мосэнерго реализует 100% реализуемой электрической энергии на оптовом рынке электрической энергии. При этом основная часть электроэнергии и мощности 85% продается на регулируемом секторе рынка, тарифы на реализацию на котором устанавливает ФСТ индивидуально для каждой станции. На регулируемом рынке действует Двухставочная структура тарифа – отдельно устанавливаются ставки для оплаты электрической энергии и мощности. Двухставочная структура тарифа подразумевает отдельную оплату количества потребляемой электроэнергии и величины необходимой потребителю мощности.

Таблица 6. Планируемые объемы продаж электроэнергии на 2006 год, тыс. кВтч

| Вид продукции | 2006 год | Доля, % |
|-----------------------------------------------|------------|---------|
| Электроэнергия (полезный отпуск) всего | 55 748 000 | 100% |
| Регулируемый сектор ОРЭ | 48 222 020 | 86,5% |
| Сектор свободной торговли ОРЭ | 7 525 980 | 13,5% |
| Сектор отклонений | 55 000 | 0,1% |

Источник: Мосэнерго



Тарифы в конкурентном секторе на производство и сбыт энергии должны быть либерализованы, однако, в настоящее время они ограничены верхним уровнем, зависящим от инфляции. Этот уровень определяет предельно допустимое повышение тарифа к его базовой величине за предыдущий год.

Тарифы на реализацию электроэнергии на оптовом рынке с 1 января 2006 г. устанавливаются Федеральной службой по тарифам (ФСТ), на тепловую энергию – региональными энергетическими комиссиями, ранее также устанавливавшими и тарифы на электроэнергию. РЭК формируются местными органами власти (в Москве – мэрией Москвы, в Подмосковье – правительством Московской области), которые и контролируют их работу.

При этом Правительство ежегодно устанавливает предельный уровень роста тарифов на электрическую и тепловую энергию. В качестве более долгосрочного ориентира служат программные документы Министерства экономического развития и торговли.

Процесс установления тарифов предполагает следующую процедуру. ОАО «Мосэнерго» отправляет в ФСТ (электроэнергия) или РЭК (тепловая энергия) заявку, в которой предлагает привести тариф в соответствие с предполагаемыми затратами компании на производство электроэнергии и развитие энергосистемы в следующем году. Заявка включает в себя материалы с соответствующими расчетами. Они строятся из объективной оценки затрат на покупку топлива, транспортные услуги, ремонт и обновление оборудования, выплату заработной платы сотрудникам.

Поступившие документы изучаются членами ФСТ (РЭК) на предмет обоснованности. Помимо сотрудников комиссии, оценкой требований энергетиков занимается специальный экспертный совет, в состав которого входят независимые ученые-экономисты. Учитывая рекомендации совета, ФСТ (РЭК) выносит свое решение. Для ОАО «Мосэнерго» оно носит обязательный характер.

Средний тариф на электрическую энергию в 2006 году, реализуемую на регулируемом секторе рынка (с учетом платы за мощность) составляет 54,82 коп./кВтч., ставка за мощность 93682,8 руб./МВт в месяц, ставка за энергию 335,86 руб./МВт (утверждено Приказом ФСТ России от 03 декабря 2005 г. № 572-э/5).

В секторе свободной торговли оптового рынка действует одноставочная структура тарифа, при этом ставка устанавливается рыночными методами с учетом платы за мощность. На секторе свободной торговли компании реализуют около 15% производимой электроэнергии. Разница между плановым объемом производства и фактическими объемами реализуется на секторе отклонений.

В соответствии с постановлением РЭК г. Москвы №86 от 12.12.2005 г. и протоколом Правления ЭКМО от 27.12.2005 г., средний плановый тариф на тепловую энергию для конечных потребителей в 2006 году равен 462,9 руб./Гкал, в том числе в Москве 463,5 руб./Гкал, в Московской области 450,2 руб./Гкал. В тарифную ставку включается стоимость услуг по передаче тепловой энергии по теплосетям. Без учета оплаты услуг за передачу тепловой энергии средний тариф на производство и сбыт тепловой энергии для ОАО «Мосэнерго» составит 285,9 руб./Гкал.

В соответствии с показателями, разработанными Министерством экономического развития и торговли РФ (МЭРТ) в рамках Проекта среднесрочной Программы социально-экономического развития страны на период до 2008 года тарифы на электрическую энергию определены в следующих величинах: 2007 год - 58,38 коп./кВтч; 2008 год – 61,59 коп./кВтч. Рост составляет 6,5% и 5,5 %, соответственно. Тарифы на тепловую энергию: в 2007 году – 304,58 руб./Гкал, в 2008 году – 332,30 руб./Гкал. Вместе с тем, принимая во внимание выполнение инвестиционной программы и необходимость увеличения прибыли за счет непогашенных процентов за пользование инвестиционным кредитом, прогнозная величина тарифа электрической энергии на 2007 год может быть увеличена до 59,09 коп./кВтч, в 2008 году тариф на электроэнергию вряд ли превысит прогноз МЭРТ.



Финансовая модель Мосэнерго

Наша финансовая модель Мосэнерго до 2015П года (см. Приложение 1) основана на финансовой и производственной информации, предоставленной нам Мосэнерго. Мы также использовали публичную информацию о реформе РАО «ЕЭС России», данные Прогноза социально-экономического развития РФ до 2008 года, подготовленного МЭРТ России, данные Концепции технического перевооружения энергетического хозяйства г. Москвы и Московской области, а также другую информацию, имеющую, на наш взгляд, значение для прогнозирования финансовых показателей Мосэнерго. Наша финансовая модель построена в формате финансовой отчетности Мосэнерго по Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

Выручка

В результате реорганизации в 2005 году чистые активы Мосэнерго снизились примерно на \$2.2 млрд. долларов США. Также произошло существенное снижение выручки. По нашим прогнозам в 2006П году снижение выручки составит около 9% по сравнению с 2005П годом, в связи с эффектом базы: в результаты первого квартала 2005 года в финансовые результаты Мосэнерго включали результаты деятельности выделившихся компаний.

Основными факторами, влияющими на выручку Мосэнерго с апреля 2005 года, являются:

1. выработка электроэнергии и отпуск тепла с коллекторов,
2. установленная мощность по передаче электроэнергии,
3. тарифы на тепло- и электроэнергию,
4. доли электроэнергии, реализуемой на регулируемом рынке и рынке свободной торговли,
5. технологический расход тепло- и электроэнергии.

В своей модели мы используем прогнозы Мосэнерго выработки электроэнергии, которые основаны на ожидаемом компанией соотношении спроса и предложения в московском регионе, а также включают запланированное увеличение мощности электростанций. Мы отмечаем, что, по прогнозам Мосэнерго, рост потребления электроэнергии в московском регионе опережает рост производства электроэнергии в России. Выше мы подробно рассмотрели факторы, влияющие на спрос и предложение тепло- и электроэнергии в московском регионе.

График 7. Выработка электроэнергии



Источник: РАН, РАО ЕЭС, Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

График 8. Полезный отпуск энергии Мосэнерго

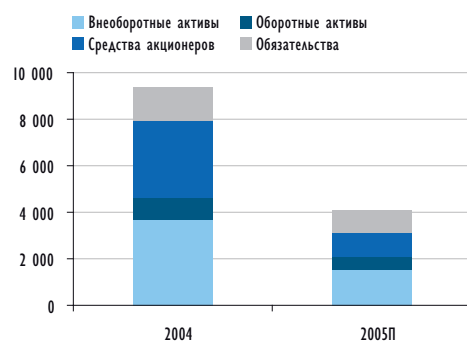


Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

Основной драйвер потребления тепла – городская застройка. Мосэнерго имеет практически гарантированный в силу особенностей теплосетевой инфраструктуры доступ к существующим потребителям. Доступ к новым потребителям ограничивается конкуренцией со стороны контролируемой Правительством Москвы МОЭК, в настоящее время пользующейся преференциями при подключении новых микрорайонов. Хотя, в настоящее время не существует комплексной оценки прогнозной динамики потребления тепла, по оценкам специалистов Мосэнерго рост потребления тепла, производимого компанией, будет расти с отставанием от роста потребления электроэнергии.

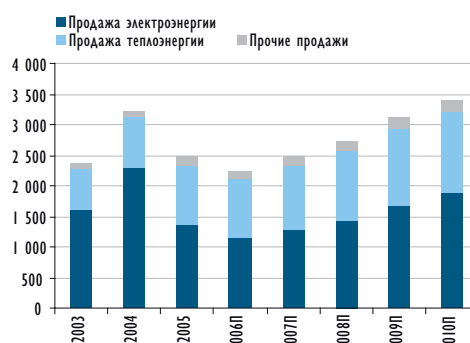


График 9. Активы, обязательства и средства акционеров, \$ млн.



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

График 10. Выручка, \$ млн.



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

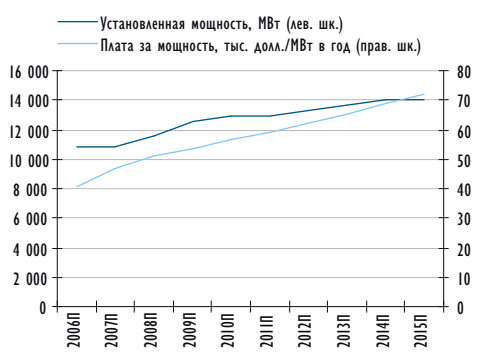
Перспективы тарифного регулирования

Мы прогнозируем рост тарифов на электроэнергию в 2007П году на 8,5%, на 2008 год 8,0%, на 2009 год – 6,2% - в точном соответствии с темпами инфляции. При этом, по нашему мнению, дополнительные средства на инвестиционные цели будут привлекаться при помощи второй составляющей тарифа - платы за мощность. По нашим оценкам, справедливая плата за мощность с учетом сложившихся отраслевых затрат и экономически обоснованного тарифа (гарантирующего возврат инвестиций в течение 7 лет и рентабельность инвестированного капитала на уровне 15%) составляет около \$100 за кВт установленной мощности в год. Мы консервативно полагаем, что плата за мощность Мосэнерго увеличится в 2007П году с \$41 за кВт до \$47 за кВт. В дальнейшем мы полагаем, что плата за мощность будет расти в соответствии с инфляцией. Мы отмечаем, что в случае такого увеличения платы за мощность рост эффективного тарифа на электроэнергию в 2007П году у Мосэнерго составит 11,2%, а в 2008 10,3%.

Мы считаем, что либерализация рынка электроэнергии не произойдет ранее 2009 года и прогнозируем сохранение государственных ограничений, направленных на недопущение резкого роста цены на электроэнергию в наиболее энергодефицитных регионах. Тем не менее мы полагаем, что даже при сохранении государственных ограничений в ряде наиболее «проблемных» регионов, они будут носить временный характер, а рыночные сигналы будут транслироваться в цену, пусть даже и при ограничении темпов роста. По нашему мнению к 2015П году цена продаваемой Мосэнерго на оптовом рынке электроэнергии достигнет 33 долл. за МВт и достигнет цены входа на рынок для новых игроков. Дальнейшая ценовая динамика будет определяться в основном рыночными факторами. Помимо баланса спроса и предложения важнейшую роль будут играть уровень внутрироссийских цен на газ, которые будут практически полностью транслироваться в цену реализуемой электроэнергии.

В отличие от рынка электроэнергии рынок тепловой энергии будет оставаться регулируемым. В своих расчетах мы прогнозируем изменение тарифа на тепловую энергию параллельно с темпами инфляции.

График 11. Плата за мощность



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

График 12. Эффективные тарифы Мосэнерго



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка



Операционные расходы

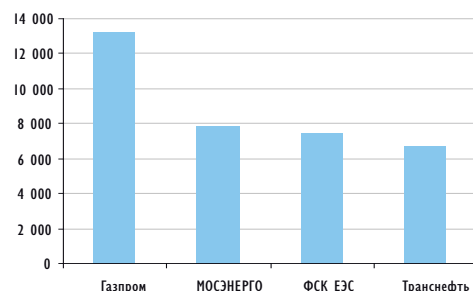
Операции Мосэнерго носят сезонный характер. Максимальный спрос потребителей на электроэнергию приходится на 1-ый и 4-ый кварталы. Вместе с тем существует летний максимум и зимний минимум активности по проведению капитальных ремонтов и финансирования закупки товарно-материальных ценностей. В целом, деятельность Мосэнерго характеризуется высоким операционным левереджем. По нашим оценкам, около 90% операционных затрат Мосэнерго – постоянные затраты. Расходы на топливо, заработная плата, амортизация и затраты на ремонт в сумме составляют около 85% операционных затрат компании. По нашим расчетам средние расходы на одного работника по заработной плате, включая налоги и сборы, связанные с заработной платой, составила в 2004 году около 7.9 тыс. долларов США. Мы прогнозируем рост расходов Мосэнерго по заработной плате в соответствии с ожидаемым нами ростом потребительской инфляции.

График 13. Структура операционных затрат, 2006П



Источник: расчеты Газпромбанка

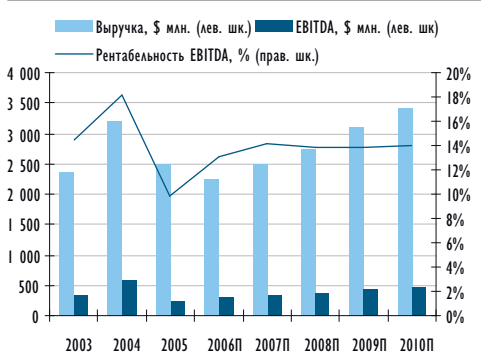
График 14. Средние расходы по зарплате на одного работника в долларах США в год, 2004 год



Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

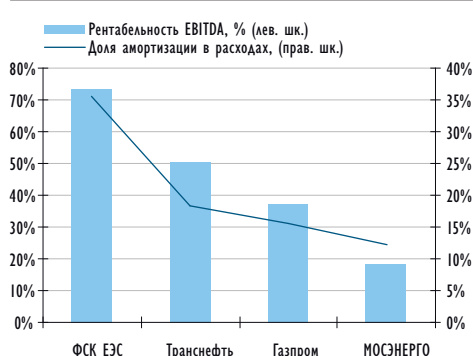
Средняя норма амортизации основных средств у Мосэнерго примерно равна 3%, что обусловлено сроками полезного использования основных средств занятых в производстве тепло- и электроэнергии: от 17 до 50 лет. Доля основных средств, занятых в производстве тепло- и электроэнергии (без учета незавершенного строительства) составляет, по данным отчетности по МСФО за первое полугодие 2005 года, 73%. В связи с низкой долей амортизации в затратах Мосэнерго, рентабельность EBITDA у компании самая низкая среди российских естественных монополий.

График 15. Рентабельность EBITDA



Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

График 16. Рентабельность EBITDA и доля амортизации в операционных расходах, 2004 г.

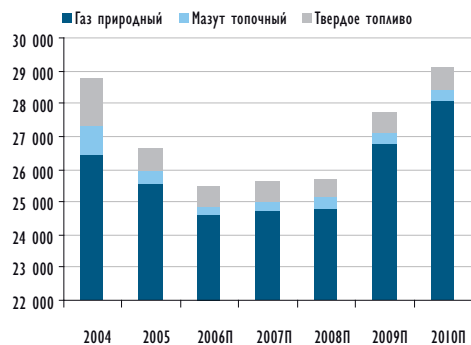


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Расходы на топливо составляют около 55% всех операционных затрат компании. Доля природного газа в топливном балансе Мосэнерго составляет более 95%. Мы прогнозируем сохранение высокой доли газа в топливном балансе Мосэнерго, в основном, в связи с экологическими ограничениями по использованию твердого топлива и относительной дороговизной топочного мазута. Среднегодовой расход условного топлива на производство тепло- и электроэнергии достаточно стабилен в виду неизменной конфигурации станционного оборудования.

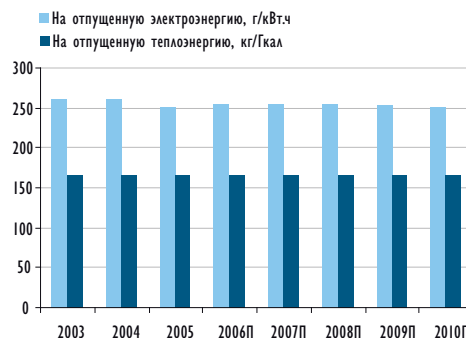


График 17. Топливный баланс, т/т



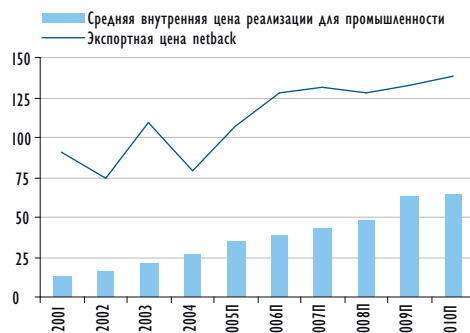
Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

График 18. Удельный расход условного топлива



Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Приоритет сдерживания инфляции в среднесрочной перспективе ограничит рост цен на товары и услуги естественных монополий, включая цены на природный газ. Мы прогнозируем рост внутренних цен на газ на 10% в 2007-08П годах (в этом году рост составит 10.6%). По нашим оценкам, достижение паритета внутренних цен на газ и средних экспортных цен возможно после 2010 года. Мы также считаем, что при внутренней цене газа выше \$60 за тыс. куб. м. конкуренция за потребителей существенно возрастет, и внутренней рынок газа превратится в рынок покупателей. В любом случае рост цен на топливо будет учитываться при установлении тарифов и транслироваться на потребителей. Так, например, ФСТ уже заявляло, что учет при установлении тарифа Мосэнерго на 2007П год дополнительные затраты Мосэнерго, понесенные в результате использования для производства электроэнергии более дорогого мазута вместо традиционно используемого природного газа в январе 2006 года.

График 19. Цены газа, \$/'000 м³

Источник: Газпром, расчеты Газпромбанка

График 20. Цены условного топлива



Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Оборотный капитал

Мы отмечаем высокое качество управления оборотным капиталом у Мосэнерго. По данным финансовой отчетности Мосэнерго по МСФО доля оборотного капитала (без учета денежных средств) в выручке составила 2% в 2004 году. Мы полагаем, что в дальнейшем компании удастся сохранить это качество и доля оборотного капитала в выручке не превысит 5% в 2006-2008П годах.

По нашим оценкам продолжительность операционного цикла у компании составляет около 20 дней, а коэффициент текущей ликвидности в 2006П году будет равен 2.3. По нашим прогнозам, коэффициент текущей ликвидности у Мосэнерго не будет ниже 1.0 в 2006-2010П годах.

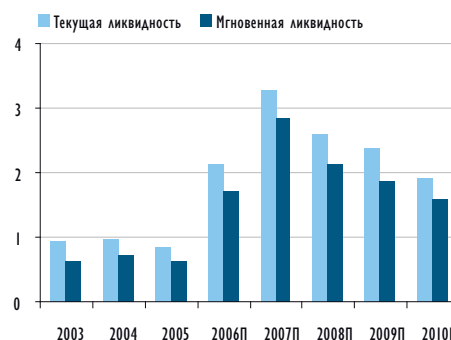


График 21. Оборотный капитал



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

График 22. Коэффициенты ликвидности



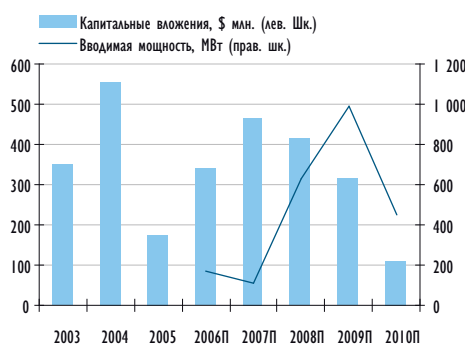
Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Программа капитальных вложений

В течение 2006-2010П Мосэнерго планирует ввести 1725 МВт новых мощностей и модернизировать 346 МВт мощности. Задача устранения дефицита мощности в Московском регионе будет реализовываться совместными усилиями Мосэнерго и действующих в Московской и прилегающих областях генерирующих компаний. Так, до 2010П года также планируется ввод 440 МВт новых мощностей ОГК-1 (330 МВт) и ОГК-6 (110 МВт), 1500 МВт планируется ввести по программе строительства электростанций Правительства Москвы, 1000 МВт должно быть введено Росэнергоатомом на Калининской АЭС.

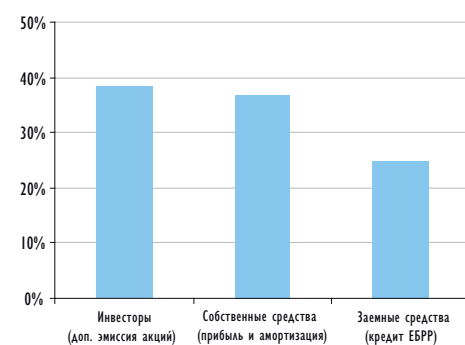
По прогнозам Мосэнерго, выполнение инвестиционной программы компании до 2010П года потребует около 45.8 млрд. руб. (около 1.65 млрд. долларов США) инвестиций. Таким образом, для выполнения поставленных целей развития необходимы ежегодные вложения средств в размере около 330 млн. долларов США.

График 23. Капитальные вложения (прогноз)



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

График 24. Источники финансирования капитальных вложений в 2006-2010гг.



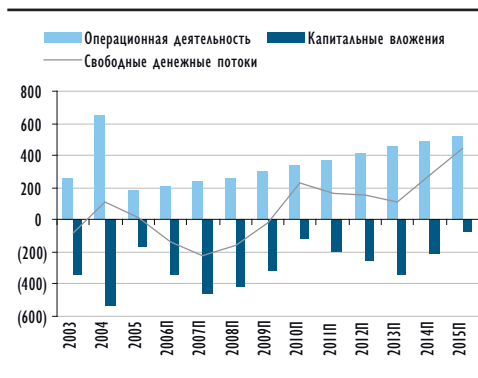
Источник: Мосэнерго

По нашим оценкам, отношение величины капитальных вложений к денежному потоку от операционной деятельности (plowback ratio) у Мосэнерго в 2005 году составило 0.92. В 2005 году около 95% капитальных вложений компания профинансировала за счет собственных средств. В 2006-2010П годах за счет кредитов компания планирует профинансировать около 25% капитальных вложений. Таким образом, долговая нагрузка Мосэнерго в 2006П году увеличится. Мы прогнозируем рост показателя Долг/ЕБИТДА с 1.4 в 2005П году до 2.2 в 2006П году. В дальнейшем мы прогнозируем рост plowback ratio у Мосэнерго в связи с запланированными высокими капитальными вложениями. Наряду с этим мы ожидаем рост рентабельности инвестированного капитала у Мосэнерго поскольку вторая фаза программы технического перевооружения будет проходить в условиях завершения процесса либерализации рынка электроэнергетики.



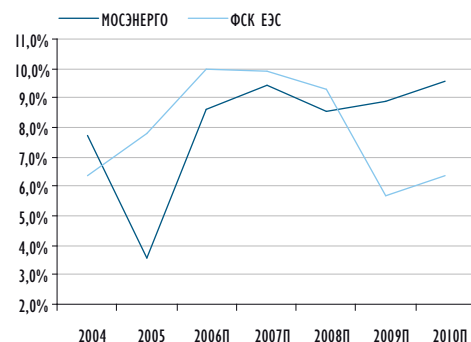
По нашим оценкам, рентабельность инвестированного капитала (ROACE) у Мосэнерго может быть выше, чем у ФСК ЕЭС после 2009П года, поскольку мы прогнозируем снижение эффективности ФСК ЕЭС после присоединения линий электропередачи ММСК к ФСК ЕЭС в 2009П году вследствие уменьшения эффекта масштаба (economy of scale).

График 25. Свободный денежный поток, \$ млн.



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

График 26. Рентабельность инвестированного капитала (ROACE), %



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

Займы и кредиты

По состоянию на 31 декабря 2005 года, совокупный финансовый долг Мосэнерго составлял 342 млн. долларов США. При этом вся задолженность была краткосрочной. Компания планирует оптимизировать долговую нагрузку путем рефинансирования текущих краткосрочных кредитов более дешевыми долгосрочными кредитами и облигациями.

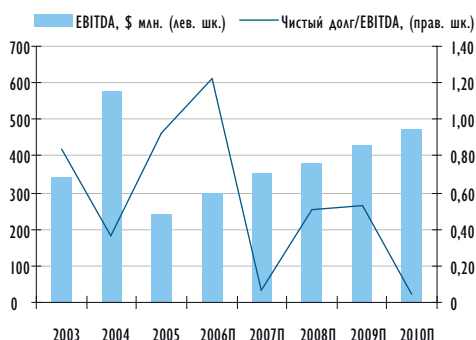
Необходимо отметить, что Мосэнерго планирует провести дополнительную эмиссию акций в 2006-2007 гг., в процессе которой компания планирует привлечь до 560 млн. долларов США. С учетом приоритета частных инвестиций в качестве основного источника средств для развития электроэнергетики, ограничениями роста тарифов в среднесрочной перспективе, а также ограниченной возможностью новых заимствований у компании, мы полагаем, что вероятность дополнительной эмиссии велика и учитываем ее в наших прогнозах. Таким образом, мы полагаем, что финансовый долг компании с учетом запланированных капиталовложений в 2005-2010П годах не превысит 662 млн. долларов. Мы ожидаем снижение показателя Чистый долг/ЕБИТДА с 1.2 в 2006П году до 0.05 в 2010П году.

График 27. Кредиты и займы Мосэнерго, \$ млн.



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

График 28. Чистый долг и ЕБИТДА

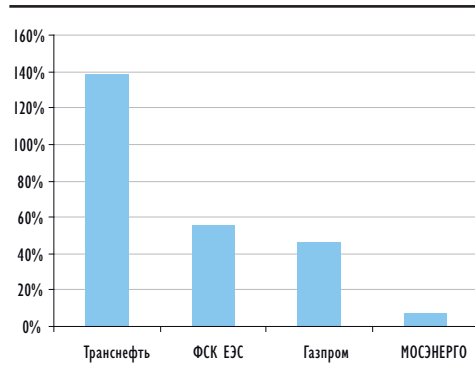


Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

По нашим оценкам, показатель Чистый долг/ЕБИТДА у Мосэнерго снизится с 1.2 в 2006П году до 0,07 в 2007П году, в основном, в связи с ожидаемой нами дополнительной эмиссией акций Мосэнерго на сумму \$563 млн. По нашим прогнозам, в случае дополнительной эмиссии акций, отношение Чистый долг/ЕБИТДА у Мосэнерго будет существенно ниже, чем у других естественных монополий в 2007П году.

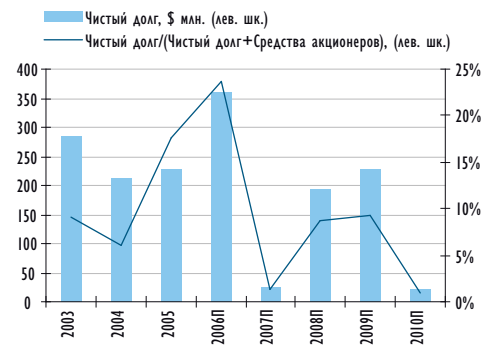


График 29. Чистый долг/ЕБИТДА, 2007П



Источник: расчеты Газпромбанка

График 30. Чистый долг и финансовый рычаг, МСФО



Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

Дивиденды

В соответствии с действующей дивидендной политикой Мосэнерго, не более 10% чистой прибыли компании (по РСБУ) может быть направлено на выплату дивидендов. Компания полагает, что данная политика сохранится в дальнейшем и в своих финансовых прогнозах учитывает выплату дивидендов. В своих прогнозах мы также учитываем выплату дивидендов в размере 10% чистой прибыли по РСБУ текущего года в следующем году. По нашим оценкам, за период 2006-2015П дивиденды Мосэнерго могут составить около 195 млн. долларов США.



Приложение 1. Финансовая модель Мосэнерго, млн. долларов, МСФО

Основные предположения и допущения

| Макроэкономика | 2003 | 2004 | 2005П | 2006П | 2007П | 2008П | 2009П | 2010П | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
|-------------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Курс доллара (конец периода), руб/\$ | 29,45 | 27,75 | 28,60 | 27,50 | 27,70 | 27,90 | 28,00 | 28,00 | 28,00 | 28,00 | 28,00 | 28,00 | 28,00 |
| Инфляция, CPI | 12,0% | 11,7% | 10,4% | 9,0% | 8,5% | 8,0% | 6,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| ВВП, темп роста, % | 7,3% | 7,1% | 6,4% | 7,0% | 6,0% | 6,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Производство электроэнергии в России, млн кВт·ч | 915 000 | 931 000 | 945 377 | 961 013 | 974 350 | 987 578 | 998 505 | 1 009 304 | 1 019 397 | 1 029 591 | 1 039 886 | 1 050 285 | 1 060 788 |
| Производство электроэнергии в Московском регионе, млн кВт·ч | 72 820 | 80 137 | 84 640 | 86 920 | 90 200 | 93 620 | 96 420 | 100 020 | 103 892 | 107 764 | 111 636 | 115 508 | 119 380 |
| Установленная мощность станций Московского региона, МВт | - | - | 17 000 | 17 800 | 18 500 | 19 400 | 20 200 | 21 000 | 21 700 | 22 400 | 23 100 | 23 700 | 24 500 |
| Основные производственные показатели Мосэнерго | | | | | | | | | | | | | |
| Установленная мощность, МВт | 14 701 | 14 783 | 10 611 | 10 777 | 10 887 | 11 517 | 12 507 | 12 957 | 12 957 | 13 282 | 13 712 | 13 972 | 14 062 |
| Рабочая мощность, Мвт | 12 182 | 11 976 | 8 540 | 8 674 | 8 762 | 9 269 | 10 066 | 10 428 | 10 428 | 10 690 | 11 036 | 11 245 | 11 318 |
| Нагрузка, МВт | 10 828 | 10 344 | 7 878 | 8 002 | 8 083 | 8 551 | 9 286 | 9 620 | 9 620 | 9 862 | 10 181 | 10 374 | 10 441 |
| Резерв, МВт | 1 354 | 1 632 | 662 | 672 | 679 | 718 | 780 | 808 | 808 | 828 | 855 | 871 | 877 |
| Потребляемая мощность, МВт | 10 861 | 11 273 | 8 113 | 8 240 | 8 324 | 8 806 | 9 563 | 9 907 | 9 907 | 10 155 | 10 484 | 10 683 | 10 752 |
| коэфф. исп-я рабочей мощности | 89,2% | 94,1% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% |
| Выработка электроэнергии, млн кВт·ч | 75 128 | 72 655 | 64 812 | 61 079 | 61 481 | 61 808 | 70 673 | 75 739 | 75 739 | 79 403 | 80 901 | 82 301 | 82 577 |
| Расход условного топлива на электроэнергию, тунт | 19 069 | 18 451 | 16 188 | 15 038 | 15 152 | 15 244 | 17 180 | 18 337 | 18 337 | 19 171 | 19 560 | 19 966 | 20 080 |
| Расход условного топлива на электроэнергию, г/кВт·ч | 254 | 254 | 250 | 246 | 246 | 247 | 243 | 242 | 242 | 241 | 242 | 243 | 243 |
| Помезный отпуск электроэнергии, млн кВт·ч | 57 893 | 60 538 | 57 549 | 58 797 | 59 184 | 59 499 | 68 032 | 72 909 | 72 909 | 76 436 | 77 878 | 79 226 | 79 492 |
| Кол-во часов исп-я средней установленной мощности | 5 110 | 4 915 | 6 108 | 5 667 | 5 647 | 5 367 | 5 651 | 5 845 | 5 845 | 5 978 | 5 900 | 5 890 | 5 872 |
| Технологический расход электроэнергии, млн кВт·ч | 17 235 | 12 117 | 7 263 | 2 282 | 2 297 | 2 309 | 2 641 | 2 830 | 2 830 | 2 967 | 3 023 | 3 075 | 3 085 |
| Сальдо-переход электроэнергии, млн кВт·ч | 2 857 | 8 516 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Отпуск электроэнергии с коллекторов, тыс. Гкал | 73 277 | 70 510 | 70 724 | 70 354 | 70 497 | 70 597 | 71 920 | 73 305 | 73 305 | 74 317 | 74 854 | 75 427 | 75 499 |
| Помезный отпуск электроэнергии, тыс. Гкал | 68 537 | 64 993 | 65 191 | 64 849 | 64 981 | 65 073 | 66 293 | 67 569 | 67 569 | 68 502 | 68 997 | 69 526 | 69 592 |
| Технологический расход теплоэнергии, тыс. Гкал | 4 740 | 5 517 | 5 867 | 5 836 | 5 848 | 5 857 | 5 966 | 6 081 | 6 081 | 6 165 | 6 210 | 6 257 | 6 263 |
| Расход условного топлива на теплоэнергию, тунт | 12 221 | 11 751 | 11 782 | 11 715 | 11 739 | 11 756 | 11 970 | 12 196 | 12 196 | 12 361 | 12 450 | 12 548 | 12 561 |
| Расход условного топлива на теплоэнергию, г/ккал | 167 | 167 | 167 | 167 | 167 | 167 | 166 | 166 | 166 | 166 | 166 | 166 | 166 |
| Расход топлива, тунт | 28739 | 26688 | 25479 | 25610 | 25714 | 27762 | 29079 | 29079 | 29079 | 30029 | 30485 | 30965 | 31087 |
| Газ природный | 26453 | 25539 | 24587 | 24714 | 24814 | 26790 | 28061 | 28061 | 28061 | 28978 | 29418 | 29881 | 29999 |
| Мазут топечный | - | 877,7 | 395,0 | 318,5 | 320,1 | 321,4 | 347,0 | 363,5 | 363,5 | 375,4 | 381,1 | 387,1 | 388,6 |
| Твердое топливо | - | 1 407,7 | 703,3 | 573,3 | 576,2 | 578,6 | 624,6 | 654,3 | 654,3 | 675,7 | 685,9 | 696,7 | 699,5 |
| Расход топлива | | | | | | | | | | | | | |
| Газ природный, млрд м ³ | - | 23 252 | 22 448 | 21 612 | 21 723 | 21 811 | 23 548 | 24 665 | 24 665 | 25 471 | 25 858 | 26 264 | 26 368 |
| Мазут топечный, тыс тонн | - | 681 | 306 | 247 | 248 | 249 | 269 | 282 | 282 | 291 | 296 | 300 | 301 |
| Твердое топливо, тыс тонн | - | 2 307 | 1 153 | 939 | 944 | 948 | 1 024 | 1 072 | 1 072 | 1 107 | 1 124 | 1 142 | 1 146 |
| Средняя цена газа, \$/тыс. м ³ | \$ 29 | \$ 37 | \$ 44 | \$ 50 | \$ 54 | \$ 58 | \$ 61 | \$ 65 | \$ 68 | \$ 71 | \$ 75 | \$ 78 | \$ 82 |
| Средняя цена мазута, \$/тонну | \$ 73 | \$ 91 | \$ 150 | \$ 168 | \$ 182 | \$ 197 | \$ 209 | \$ 219 | \$ 230 | \$ 242 | \$ 254 | \$ 266 | \$ 280 |
| Тарифы на электроэнергию, \$/кВт·ч | | | | | | | | | | | | | |
| Средневзвешенный тариф | \$0,0276 | \$0,0380 | \$0,0239 | \$0,0119 | \$0,0129 | \$0,0139 | \$0,0148 | \$ 0,0156 | \$ 0,0164 | \$ 0,0173 | \$ 0,0182 | \$ 0,0192 | \$ 0,0203 |
| Плата за мощность, \$/МВт в год | \$0,0276 | \$0,0380 | \$0,0239 | \$0,0194 | \$0,0216 | \$0,0238 | \$0,0247 | \$ 0,0256 | \$ 0,0270 | \$ 0,0281 | \$ 0,0297 | \$ 0,0313 | \$ 0,0330 |
| Тарифы на теплоэнергию, \$/Гкал | \$ 9,88 | \$ 12,44 | \$ 13,66 | \$ 15,17 | \$ 16,46 | \$ 17,77 | \$ 18,84 | \$ 19,78 | \$ 20,77 | \$ 21,81 | \$ 22,90 | \$ 24,05 | \$ 25,25 |

Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка



Финансовые результаты, МСФО

ОТЧЕТ О ПРИВЫЛКАХ И ВУБЫЛКАХ

| | 2003 | 2004 | 2005II | 2006II | 2007II | 2008II | 2009II | 2010II | 2011II | 2012II | 2013II | 2014II | 2015II |
|--------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Выручка | | | | | | | | | | | | | |
| Продажа электроэнергии | 1 600 | 2 301 | 1 378 | 1 140 | 1 276 | 1 415 | 1 681 | 1 869 | 1 965 | 2 149 | 2 316 | 2 481 | 2 624 |
| Продажа теплоэнергии | 677 | 808 | 963 | 984 | 1 069 | 1 157 | 1 249 | 1 337 | 1 403 | 1 494 | 1 580 | 1 672 | 1 757 |
| Прочие продажи | 82 | 92 | 142 | 129 | 143 | 156 | 178 | 195 | 205 | 222 | 237 | 253 | 267 |
| Итого выручка | 2 359 | 3 202 | 2 483 | 2 253 | 2 488 | 2 728 | 3 108 | 3 400 | 3 574 | 3 864 | 4 133 | 4 405 | 4 647 |
| Расходы по основной деятельности | | | | | | | | | | | | | |
| Расходы на топливо | (803) | (986) | (1 073) | (1 143) | (1 246) | (1 352) | (1 547) | (1 701) | (1 786) | (1 937) | (2 065) | (2 202) | (2 321) |
| Заработная плата и налоги и сборы, связанные с заработной платой | (371) | (354) | (173) | (113) | (120) | (128) | (134) | (138) | (143) | (148) | (153) | (157) | (165) |
| Износ и амортизация | (300) | (345) | (130) | (88) | (95) | (105) | (116) | (126) | (133) | (140) | (147) | (155) | (162) |
| Затраты на ремонт и техническое обслуживание | (278) | (407) | (497) | (431) | (473) | (540) | (621) | (676) | (710) | (764) | (828) | (886) | (936) |
| Расходы на передачу энергии | (188) | (238) | (59) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Налоги, кроме налога на прибыль | (79) | (94) | (73) | (66) | (73) | (80) | (91) | (100) | (105) | (113) | (121) | (129) | (136) |
| Расходы по приобретению прочих материалов | (47) | (42) | (33) | (30) | (33) | (36) | (41) | (45) | (47) | (51) | (54) | (58) | (61) |
| Расходы по страхованию | (40) | (50) | (40) | (32) | (35) | (40) | (47) | (51) | (53) | (57) | (62) | (66) | (70) |
| Расходы по покупке электроэнергии | (33) | (189) | (88) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Расходы на социальную сферу | (21) | (9) | (9) | (6) | (6) | (7) | (7) | (7) | (8) | (8) | (8) | (8) | (9) |
| Увеличение резерва на снижение стоимости дебиторской задолженности | (20) | (11) | (8) | (8) | (8) | (9) | (11) | (12) | (12) | (13) | (14) | (15) | (16) |
| Платежи за воду | (15) | (27) | (21) | (24) | (26) | (30) | (34) | (37) | (39) | (42) | (45) | (48) | (51) |
| Прибыль от выбытия основных средств | 29 | 165 | 50 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Прочие расходы | (144) | (226) | (175) | (113) | (124) | (136) | (155) | (170) | (179) | (193) | (207) | (220) | (232) |
| Операционные расходы | (2 311) | (2 813) | (2 329) | (2 052) | (2 240) | (2 463) | (2 804) | (3 062) | (3 215) | (3 466) | (3 704) | (3 946) | (4 161) |
| Операционная прибыль | 49 | 389 | 154 | 201 | 248 | 265 | 304 | 338 | 359 | 398 | 428 | 459 | 487 |
| Финансовые расходы | (22) | (45) | (41) | (60) | (49) | (46) | (46) | (45) | (45) | (25) | (8) | (8) | (8) |
| Процентные расходы | (30) | (50) | (41) | (60) | (49) | (46) | (46) | (45) | (45) | (25) | (8) | (8) | (8) |
| Положительная/(отрицательная) курсовая разница | 8 | 5 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Прибыль до налога на прибыль и доли меньшинства | 27 | 344 | 113 | 141 | 199 | 219 | 259 | 293 | 314 | 373 | 421 | 452 | 479 |
| Налог на прибыль | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Текущий | (40) | (100) | (39) | (34) | (48) | (53) | (62) | (70) | (75) | (90) | (101) | (108) | (115) |
| Отложенный | 41 | (19) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Прибыль без учета доли меньшинства | 28 | 225 | 75 | 107 | 151 | 166 | 197 | 222 | 238 | 284 | 320 | 343 | 364 |
| Доля меньшинства | (3) | (4) | (1) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Чистая прибыль | 25 | 221 | 74 | 107 | 151 | 166 | 197 | 222 | 238 | 284 | 320 | 343 | 364 |
| СПРАВОВОЕ: EBITDA | 340 | 580 | 243 | 296 | 351 | 379 | 431 | 475 | 504 | 551 | 589 | 629 | 665 |

Источник: Месэнерго, расчеты Газпромбанка



| БАЛАНС | 2003 | 2004 | 2005П | 2006П | 2007П | 2008П | 2009П | 2010П | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
|---------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| АКТИВЫ | | | | | | | | | | | | | |
| Внеоборотные активы | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Основные средства | 3 201 | 3 573 | 1 535 | 1 746 | 2 075 | 2 374 | 2 584 | 2 605 | 2 676 | 2 790 | 2 971 | 3 036 | 2 972 |
| Авансы подрядчикам | 82 | 42 | 21 | 61 | 100 | 112 | 104 | 69 | 64 | 71 | 87 | 75 | 48 |
| Прочие финансовые вложения | 3 | 2 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Прочие внеоборотные активы | 35 | 81 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Итого внеоборотные активы | 3 322 | 3 698 | 1 556 | 1 807 | 2 176 | 2 487 | 2 688 | 2 674 | 2 740 | 2 861 | 3 058 | 3 111 | 3 020 |
| Оборотные активы | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Материально-производственные запасы | 148 | 176 | 138 | 125 | 138 | 152 | 173 | 189 | 199 | 215 | 230 | 245 | 258 |
| Дебиторская задолженность | 296 | 512 | 241 | 219 | 242 | 265 | 302 | 330 | 347 | 375 | 402 | 428 | 452 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 120 | 226 | 116 | 300 | 600 | 426 | 386 | 593 | 554 | 501 | 436 | 685 | 1 097 |
| Прочие оборотные активы | 71 | 55 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Итого оборотные активы | 635 | 969 | 495 | 644 | 980 | 842 | 861 | 1 112 | 1 100 | 1 092 | 1 067 | 1 358 | 1 806 |
| Итого активы | 3 957 | 4 667 | 2 051 | 2 451 | 3 156 | 3 329 | 3 549 | 3 786 | 3 840 | 3 952 | 4 125 | 4 469 | 4 827 |
| КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА | | | | | | | | | | | | | |
| Капитал | | | | | | | | | | | | | |
| Акционерный капитал | 5 253 | 5 572 | 3 286 | 3 286 | 3 848 | 3 848 | 3 848 | 3 848 | 3 848 | 3 848 | 3 848 | 3 848 | 3 848 |
| Собственные выкупленные акции | (0) | (1) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Накопленные убыток | (2 381) | (2 327) | (2 231) | (2 124) | (1 973) | (1 822) | (1 642) | (1 439) | (1 223) | (963) | (672) | (360) | (30) |
| Капитал, причитающийся акционерам Компании | 2 871 | 3 245 | 1 055 | 1 162 | 1 876 | 2 027 | 2 207 | 2 410 | 2 626 | 2 886 | 3 177 | 3 488 | 3 818 |
| Доля меньшинства | 6 | 10 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| Долгосрочные обязательства | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Кредиты и займы | 93 | 54 | 48 | 625 | 619 | 614 | 614 | 432 | 250 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Отложенные налоговые обязательства | 314 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 | 352 |
| Итого долгосрочные обязательства | 407 | 406 | 401 | 977 | 972 | 966 | 966 | 785 | 603 | 453 | 453 | 453 | 453 |
| Краткосрочные обязательства | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Кредиты и займы | 313 | 382 | 293 | 37 | 6 | 5 | - | 182 | 182 | 150 | - | - | - |
| Кредиторская задолженность по уплате налогов | 99 | 164 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Кредиторская задолженность | 261 | 460 | 291 | 264 | 292 | 320 | 365 | 399 | 419 | 453 | 485 | 517 | 545 |
| Итого краткосрочные обязательства | 673 | 1 006 | 585 | 301 | 298 | 325 | 365 | 581 | 601 | 603 | 485 | 517 | 545 |
| Итого капитал и обязательства | 3 957 | 4 667 | 2 051 | 2 451 | 3 156 | 3 329 | 3 549 | 3 786 | 3 840 | 3 952 | 4 125 | 4 469 | 4 827 |

Источник: Мосэнергосчеты Газпромбанка



| | 2003 | 2004 | 2005П | 2006П | 2007П | 2008П | 2009П | 2010П | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ | | | | | | | | | | | | | |
| ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ | | | | | | | | | | | | | |
| Чистая прибыль за период | 25 | 221 | 74 | 107 | 151 | 166 | 197 | 222 | 238 | 284 | 320 | 343 | 364 |
| Корректировки по статьям: | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Амортизация основных средств | 300 | 345 | 130 | 88 | 95 | 105 | 116 | 126 | 133 | 140 | 147 | 155 | 162 |
| Прибыль от выбытия основных средств | (29) | (165) | (50) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Процентные расходы | 30 | 50 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Курсовые разницы и процентные доходы | (8) | (5) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Прочие неденежные операции | 58 | 193 | 9 | 8 | 8 | 9 | 11 | 12 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| Расходы по налогу на прибыль | (1) | 119 | 39 | 34 | 48 | 53 | 62 | 70 | 75 | 90 | 101 | 108 | 115 |
| Прибыль от операционной деятельности до учета изменений в оборотном капитале и резервах | 373 | 758 | 202 | 237 | 302 | 333 | 385 | 430 | 459 | 526 | 582 | 622 | 657 |
| (Увеличение)/уменьшение материально-производственных запасов | (34) | (19) | 29 | 13 | (13) | (13) | (21) | (16) | (10) | (16) | (15) | (15) | (13) |
| (Увеличение)/снижение дебиторской задолженности покупателей и заказчиков и прочих активов | (91) | (187) | 326 | 15 | (31) | (33) | (47) | (40) | (29) | (41) | (40) | (41) | (39) |
| Увеличение/(снижение) кредиторской задолженности поставщиков и подрядчиков и прочей задолженности | 68 | 205 | (332) | (27) | 28 | 28 | 45 | 34 | 20 | 34 | 31 | 32 | 28 |
| Движение денежных средств от операционной деятельности до уплаты налога на прибыль и процентов | 317 | 758 | 224 | 237 | 285 | 315 | 361 | 408 | 441 | 502 | 558 | 597 | 633 |
| Уплаченный налог на прибыль | (29) | (52) | (39) | (34) | (48) | (53) | (62) | (70) | (75) | (90) | (101) | (108) | (115) |
| Проценты выплаченные | (28) | (54) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Потоки денежных средств от операционной деятельности | 259 | 652 | 186 | 203 | 237 | 263 | 299 | 338 | 366 | 413 | 457 | 489 | 518 |
| ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ | | | | | | | | | | | | | |
| Поступления от выбытия основных средств | 6 | 19 | 48 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Отток денежных средств, связанный с выбытием дочерних обществ | - | - | (45) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Авансы подрядчикам | - | - | - | (40) | (39) | (12) | 9 | 35 | 4 | (7) | (16) | 12 | 27 |
| Приобретение объектов основных средств | (349) | (555) | (174) | (299) | (424) | (404) | (326) | (147) | (204) | (253) | (328) | (220) | (99) |
| Движение денежных средств от инвестиционной деятельности | (343) | (537) | (171) | (339) | (463) | (416) | (317) | (111) | (200) | (260) | (344) | (208) | (72) |
| ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ | | | | | | | | | | | | | |
| Поступление заемных средств | 392 | 418 | (95) | 320 | (37) | (6) | (5) | - | (182) | (182) | (150) | - | - |
| Проценты полученные | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Денежные средства выданные компаниям | - | - | (8) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Погашение кредитов и займов | (226) | (412) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Средства от дополнительной эмиссии акций | - | - | - | - | 563 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Покупка/(продажа) собственных акций | 0 | (2) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Дивиденды | (18) | (22) | (22) | - | - | (15) | (17) | (20) | (22) | (24) | (28) | (32) | (34) |
| Движение денежных средств от финансовой деятельности | 148 | (17) | (125) | 320 | 526 | (21) | (22) | (20) | (204) | (206) | (178) | (32) | (34) |
| Чистое увеличение/(уменьшение) ден. средств и их эквивалентов | 64 | 98 | (110) | 184 | 300 | (174) | (40) | 207 | (38) | (53) | (65) | 249 | 411 |
| Денежные средства и их эквиваленты на начало года | 56 | 128 | 226 | 116 | 300 | 600 | 426 | 386 | 593 | 554 | 501 | 436 | 685 |
| Денежные средства и их эквиваленты на конец года | 120 | 226 | 116 | 300 | 600 | 426 | 386 | 593 | 554 | 501 | 436 | 685 | 1 097 |

Источник: Мосэнерго, расчеты Газпромбанка

Приложение 2. Фактический вступительный баланс Мосэнерго, руб., РСБУ на дату разделения Мосэнерго - 01/04/2005

фактически вступительные балансы обществ, выделенных из ОАО "Мосэнерго", по состоянию на 01.04.2005 (дата государственной регистрации выделенных обществ):

| код строки | статья баланса | ОАО "Мосэнерго" (периодичность компании - реорганизационное общество) | ОАО "ТРС-24" | ОАО "ТРС-4" | ОАО "ТРС-5" | ОАО "Загорская ГЭС" | ОАО "Московская тепловая компания" | ОАО "Московская городская электросетевая компания" | ОАО "Московская областная электросетевая компания" | ОАО "Магистральная сетевая компания" | ОАО "Мособлэнерго" | ОАО "Специализированное ПКБ по ремонту и реконструкции" | ОАО "Управляющая компания" | руб. |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------|--------------------|---------------------------------------------------------|----------------------------|------|
| 110 | Материальные активы | 43 750,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 120 | Основные средства | 37 659 719 533,00 | 1 710 865 296,00 | 1 697 724 190,00 | 6 231 295 347,00 | 11 565 154 685,00 | 19 582 145 246,00 | 22 305 151 892,00 | 514 866 474,00 | 2 235 522 482,00 | 37 657 584,00 | 4 860 336,00 | 0,00 | 0,00 |
| 130 | Нематериальные активы | 3 890 719 533,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 140 | Долгосрочные финансовые вложения | 55 538 733,00 | 2 850,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 148 | Отложенные налоговые активы | 634 653,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 150 | Прочие внеоборотные активы | 634 653,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 190 | Запасы | 41 814 219 057,00 | 2 055 706 621,00 | 1 710 645 626,00 | 6 207 465 639,00 | 13 798 399 899,00 | 13 790 554 690,00 | 25 716 259 872,00 | 515 963 000,00 | 2 258 301 893,00 | 38 597 206,00 | 4 860 336,00 | 0,00 | 0,00 |
| 210 | Средства в пути | 3 153 902 534,08 | 109 172 694,00 | 655 288 719,00 | 403 798 985,00 | 710 881 724,00 | 213 447 951,00 | 49 847 134 688 | 11 963 034 004,00 | 168 453 004,00 | 1 958 072,23 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 220 | Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 мес. после отчетной даты) | 398 860 051,00 | 1 688 473,00 | 77 313 401,00 | 20 860 329,00 | 438 346 255,00 | 61 739 272,00 | 691 319 636,00 | 12 862 401,00 | 4 287 334,00 | 739 244,00 | 38 598 069,00 | 0,00 | 0,00 |
| 230 | Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 1 мес. после отчетной даты) | 117 319 864,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 240 | Кредиторская задолженность | 7 089 977 811,00 | 39 143 721,00 | 64 545 996,00 | 22 451 044,00 | 47 044 088,00 | 855 332 195,00 | 839 854 490,00 | 141 473 665,00 | 0,00 | 5 509 817,00 | 2 938 206,00 | 0,00 | 0,00 |
| 250 | Кредиторские финансовые вложения | 28 391 913,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 260 | Прочие оборотные активы | 1 039 691 212,00 | 2 154 863,00 | 12 198 570,00 | 12 795 410,00 | 114 754 410,00 | 121 700 453,00 | 234 239 653,00 | 9 844 660,00 | 4 120 410,00 | 387 228,00 | 38 540,00 | 109 202,00 | 0,00 |
| 270 | Прочие оборотные активы | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 300 | II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ | 12 157 220 218,08 | 152 330 481,00 | 809 546 690,00 | 459 835 416,00 | 1 311 110 126,00 | 1 232 219 860,00 | 2 579 454 116,00 | 8 407 749,00 | 213 247 866,68 | 18 599 240,00 | 4 611 636,23 | 109 202,00 | 0,00 |
| 310 | БАЛАНС | 53 971 439 275,08 | 1 363 851 317,00 | 2 865 265 311,00 | 2 179 480 442,00 | 15 109 500 985,00 | 15 022 774 562,00 | 28 295 713 788,00 | 728 810 866,68 | 2 265 708 632,00 | 57 197 448,00 | 9 301 972,23 | 109 202,00 | 0,00 |
| 410 | Уставной капитал | 28 249 359 700,00 | 564 887 194,00 | 1 412 467 985,00 | 1 412 467 985,00 | 8 474 807 910,00 | 5 649 871 940,00 | 14 124 679 650,00 | 282 439 597,00 | 1 412 467 985,00 | 28 249 359,70 | 2 824 935,97 | 104 522,63 | 0,00 |
| 41001 | в акциях/превращении | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 41002 | в облигациях | 28 249 359 700,00 | 564 887 194,00 | 1 412 467 985,00 | 1 412 467 985,00 | 8 474 807 910,00 | 5 649 871 940,00 | 14 124 679 650,00 | 282 439 597,00 | 1 412 467 985,00 | 28 249 359,70 | 2 824 935,97 | 104 522,63 | 0,00 |
| 420 | Добавочный капитал | 9 037 481 024,00 | 765 220 223,00 | 1 316 304 241,00 | 773 340 745,00 | 3 177 246 574,00 | 6 713 371 370,00 | 9 128 614 653,00 | 330 977 704,00 | 1 031 387 848,00 | 17 817 448,00 | 1 532 408,38 | 4 679,37 | 0,00 |
| 430 | Резервный капитал | 397 953 338,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 440 | Целевые финансовые вложения | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 460 | Нераспределенная прибыль прошлых лет | 404 083 706,11 | -22 882 528,18 | 142 278,12 | -198 699 821,64 | 2 312 087 985,24 | 1 386 328 097,92 | 2 555 019 317,68 | 14 541 789,28 | -177 146 001,00 | 7 503 456,30 | 3 944 597,57 | 0,00 | 0,00 |
| 465 | Нераспределенная прибыль текущего года | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 470 | Нераспределенная прибыль прошлых лет | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 475 | Нераспределенная прибыль текущего года | 4 434 392 922,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 480 | III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ | 41 715 093 285,86 | 1 327 824 868,84 | 2 728 814 504,12 | 1 987 148 908,36 | 6 135 205 015,24 | 13 749 571 408,92 | 25 803 314 020,68 | 628 013 060,28 | 2 266 708 632,00 | 53 570 284,00 | 7 841 901,87 | 109 202,00 | 0,00 |
| 510 | Займы и кредиты | 1 424 067 674,00 | 14 660 813,16 | 14 725 311,86 | 58 378 549,64 | 130 760 936,76 | 12 854 853,76 | 149 219 896,32 | 3 716 301,40 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 515 | Отложенные налоговые обязательства | 322 743 000,24 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 520 | Прочие долгосрочные обязательства | 1 746 310 573,76 | 14 660 813,16 | 14 725 311,86 | 58 378 549,64 | 130 760 936,76 | 12 854 853,76 | 149 219 896,32 | 3 716 301,40 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 590 | IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПАССИВЫ | 2 690 023 568,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 620 | Кредиторская задолженность | 5 800 892 695,96 | 21 175 615,00 | 120 386 960,00 | 14 802 338,00 | 132 504 562,00 | 182 972 033,00 | 797 014 924,00 | 97 081 475,00 | 2 265 883 972,00 | 3 624 559,00 | 260 601,00 | 0,00 | 0,00 |
| 630 | Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов | 368 587,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 640 | Доходы будущих периодов | 1 717 250 556,00 | 1 228 506,00 | 72 524,00 | 0,00 | 0,00 | 26 890 462,00 | 34 262 637,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 650 | Резервы предстоящих расходов и платежей | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 660 | Прочие долгосрочные обязательства | 10 598 585,15 | 31 176,15 | 131 151 469,15 | 14 802 338,00 | 1 132 557 556,00 | 1 219 862 466,00 | 2 338 190,15 | 0,00 | 0,00 | 3 624,15 | 265 601,00 | 0,00 | 0,00 |
| 670 | V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ПАССИВЫ | 53 971 439 275,08 | 1 363 851 317,00 | 2 865 265 311,00 | 2 179 480 442,00 | 15 109 500 985,00 | 15 022 774 562,00 | 28 295 713 788,00 | 728 810 866,68 | 2 266 708 632,00 | 57 197 448,00 | 9 301 972,23 | 109 202,00 | 0,00 |
| 680 | БАЛАНС | 53 971 439 275,08 | 1 363 851 317,00 | 2 865 265 311,00 | 2 179 480 442,00 | 15 109 500 985,00 | 15 022 774 562,00 | 28 295 713 788,00 | 728 810 866,68 | 2 266 708 632,00 | 57 197 448,00 | 9 301 972,23 | 109 202,00 | 0,00 |

АБ «Газпромбанк» (ЗАО)

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Аналитика долгового рынка

Михаил Зак
+7 (495) 980-41-43
michael.zak@gazprombank.ru

Электроэнергетика

Максим Мошков
+7 (495) 913 7826
Maxim.Moshkov@gazprombank.ru

Иван Хромушин
+7 (495) 980 4389
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru

Департамент рынков заемного капитала

Игорь Русанов
+ 7(495) 913-78-61
igor.roussanov@gazprombank.ru

Организация выпусков

Игорь Ешков
+ 7(495) 429-96-44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Синдикация и продажи

Александр Алистратов
+ 7(495) 719-19-82
Alexander.Alistratov@gazprombank.ru
AAA@gazprombank.ru

АБ «Газпромбанк» (ЗАО) является организатором облигационных выпусков ОАО «Мосэнерго» серии 1 и 2

Copyright © 2003-2006. АБ Газпромбанк (ЗАО). Все права защищены

Данный отчет подготовлен на основе публичных источников заслуживающих на наш взгляд доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Авторы отчета не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации и мнений. С появлением новой рыночной информации позиция авторов может меняться.