

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Татэнерго: флагман стабильности в бушующем море энергетики

- ОАО «Татэнерго» головная компания Холдинга «Татэнерго», объединяющего генерирующие и сетевые энергетические активы Республики Татарстан.
- Среди российских энергокомпаний по объемам установленной электрической мощности Татэнерго занимает десятую строчку и пятую строчку по показателю установленной тепловой мощности.
- Холдинг «Татэнерго» относится к независимым энергокомпаниям, которые в рамках реформирования отрасли сохранили сетевые и энергетические активы под своим контролем.

Сегодня, на фоне продолжающихся процессов реструктуризации дочерних компаний РАО «ЕЭС России», Татэнерго выглядит своего рода флагманом стабильности: процессы реформирования отрасли затронули Холдинг только в части выделения сетевых, генерирующих и диспетчерских активов под управление созданных в 2005 году дочерних компаний. В свою очередь, ОАО «Татэнерго» осталось головной компанией Холдинга, а также продавцом энергии на оптовом рынке и розничном рынке республики Татарстан. На сегодняшний день Холдинг имеет гибкую структуру генерирующих мощностей. В отличие от остальных генерирующих компаний, Татэнерго сохранил в портфеле генерации как теплофикационные станции (ТЭЦ) с комбинированной выработкой электрической и тепловой энергии, так и конденсационную генерацию (Заинская ГРЭС). За счет этого Татэнерго избегает сезонных «провалов» как по объему выработанной энергии, так и по удельным расходам топлива, неизбежным в случае наличия генерирующих мощностей только одного типа.

В целом, дальнейшие перспективы российских энергокомпаний связаны с либерализацией оптового рынка электрической энергии (ОРЭЭ), прежде всего с конкурентоспособностью компаний на ОРЭЭ. У Татэнерго есть ряд преимуществ, позволяющих прогнозировать устойчивые позиции на ОРЭЭ. Прежде всего, это конкурентоспособная стоимость электроэнергии. Немаловажным фундаментальным плюсом Татэнерго является местоположение: активы Холдинга находятся на стыке ОЭС Средней Волги и Урала. Такое местоположение в силу наличия системных ограничений по перетоку электроэнергии из Европейской части РФ на Урал обеспечивает загрузку по системным условиям даже в случае, если по какой-либо причине часть выработки электроэнергии временно является неконкурентоспособной по цене.

Еще одним немаловажным фактором конкурентоспособности является качество электрической энергии, поставляемой на оптовый рынок, в том числе уровень мощности. Для повышения качества вырабатываемой энергии Татэнерго реализует инвестиционную программу до 2009 года суммарным объемом в 19,4 млрд рублей, большая часть средств которой будет направлена на развитие и модернизацию генерирующих активов, в том числе на модернизацию Казанской ТЭЦ-1, Набережночелнинской ТЭЦ, Нижнекамской ГЭС, Нижнекамской ТЭЦ, Заинской ГРЭС. Около 30% затрат по программе составят вложения на ввод новых технологий генерации.



ТАТЭНЕРГО

Показатель	2006	9 мес. 2006	9 мес. 2007	% 9 мес. 2007 / 9 мес. 2006
млн руб				
Выручка	32 895	22 301	31 462	41%
Валовая прибыль	2 347	1 041	4 010	285%
Прибыль от продаж	2 293	1 001	3 972	297%
ЕВИТДА	2 525	1 466	4 913	235%
ЕВИТ	1 175	432	3 807	781%
Чистая прибыль	371	-6	2 488	-
Активы	30 612	30 522	33 824	11%
Рентабельность, %				
Operation margin	6,97	4,49	12,62	8,14
ЕВИТДА margin	7,67	6,57	15,61	9,04
Net margin	1,13	-0,03	7,91	7,94
Долговая нагрузка				
Долг, млн руб.	2 144	2 500	2 110	-15,61%
Проценты к уплате, млн руб.	197	141	155	14
Долг/ЕВИТДА, x	0,85	1,28	0,32	-0,96
Долг/капитал, x	0,09	0,10	0,08	-0,03
ЕВИТ/проценты к уплате, x	5,96	4,08	32,74	28,66

Источник: консолидированная неаудированная управленческая отчетность Холдинга Татэнерго

Важно отметить, что наиболее приоритетные инвестиционные проекты, суммарный объем вложений в которые составляет на период 2007-2009 гг. 8,4 млрд рублей, будут профинансированы за счет собственных источников..

Результатом инвестиционной программы станет прирост к 2009 году электрической и тепловой мощности на 345 мВт и 45 гКал/час соответственно.

Финансовые результаты.

Итоги 9 месяцев текущего года мы анализировали на основе данных консолидированной управленческой отчетности Холдинга Татэнерго, подготовленной согласно российским стандартам бухгалтерского учета. При подготовке отчетности были исключены внутренние обороты между предприятиями Холдинга, возникающие в рамках единой энергосистемы республики Татарстан, в том числе при покупке и транспортировке энергии. Управленческая отчетность не включает внутригрупповые займы и договора купли-продажи имущества в рамках Холдинга. На сегодняшний день Татэнерго работает над подготовкой консолидированной отчетности в соответствии с международными стандартами.

Согласно результатам трех кварталов 2007 года доходы Холдинга увеличились более чем на 40%, достигнув значения в 31,5 млрд рублей (22,3 млрд рублей за 9 месяцев 2006 года). Основными «катализаторами» роста доходов холдинга стали: рост тарифов на электроэнергию (117 коп. Квтч в 2007 году против 97,5 коп.Квтч в 2006 году) и увеличение полезного отпуска электроэнергии (15 797 млн кВтч в 2007 году против 14 995 млн кВтч в 2006 году). В структуре доходов Холдинга около 70% (22 млрд руб.) приходится на доходы, полученные от продажи электрической энергии. Доходы от реализации тепла за 9 месяцев составили 8,8 млрд рублей, или 28% от общей суммы доходов Татэнерго. Оставшаяся часть доходов приходится на прочие доходы, среди которых поступления от продажи химически очищенной воды, техническое обслуживание подстанций и высоковольтных линий передач и пр.

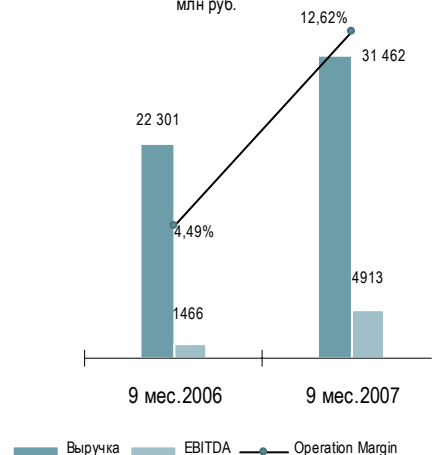
Согласно Постановлению Правления Республиканской энергетической комиссии, опубликованному в ноябре текущего года, тариф на электрическую энергию для населения Татарстана увеличивается на 14% до 163 коп кВт.ч. Для бюджетных потребителей стоимость электрической энергии вырастет с 2008 года на 15% до 1,68 рубля за кВт.ч. Теплоэнергия для населения и бюджетных предприятий в 2008 году подорожает на 25% до 307 рублей за 1 Гкал. По состоянию на 25 декабря текущего года не определены тарифы для промышленных потребителей. Опираясь на заявления чиновников Правительства Республики Татарстан, рост тарифов для промышленных предприятий в сегменте электроэнергии составит не менее 20%.

В ноябре 2007 года состоялось открытие в Елабужском районе Татарстана особой экономической зоны промышленно-производственного типа – ОЭЗ «Алабуга». В ОЭЗ «Алабуга» представлены пять промышленных предприятий, в том числе: Северстальавто-Елабуга (производство коммерческих автомобилей и автозапчастей), Полиматиз (производство высокотехнологичных полимеров), Северстальавто-ИСУЗУ (производство грузовых автомобилей Isuzu) и пр. Всего же, согласно плану МЭРТа, на территории Алабуги разместятся около 40 промышленно-производственных компаний, которые создадут около 40 000 рабочих мест.

Принимая во внимание вышеописанные события, произошедшие в республике, можно ожидать сохранения положительной динамики двух основных генераторов роста дохода для Татэнерго: тарифов и потребления энергии.

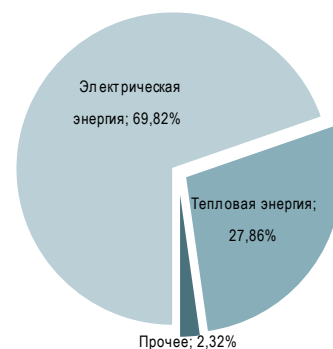
Важно также отметить, что, несмотря на рост тарифов на электроэнергию и тепло, тарифы Татэнерго являются одними из самых низких среди энергокомпаний Поволжья, что позволяет прогнозировать не только рост доходов за счет внутреннего потребления, но и за счет продажи энергии на оптовом рынке электроэнергии промышленным потребителям из соседних регионов.

Динамика финансовых показателей Холдинга Татэнерго, млн руб.



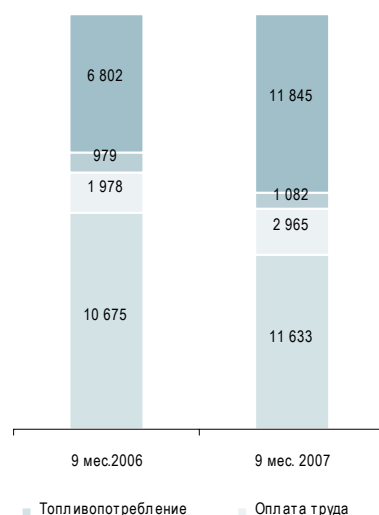
Источник: данные компании

Структура доходов Холдинга Татэнерго, 9 месяцев 2007 года



Источник: данные компании

Структура затрат Холдинга Татэнерго, 9 мес. 2006 г., 9 мес. 2007 г., млн руб.



Источник: данные компании

Структура затрат Холдинга традиционна для 9 месяцев. Основной объем расходов приходится на топливопотребление, суммарный объем которого по итогам трех кварталов составил 11,6 млрд рублей (10,7 млрд рублей за 9 мес. 2006 года) или 42% от суммарного объема издержек. Также этот период характеризуются высокой долей расходов, связанных с ремонтными работами, проводимыми в летний период времени, при подготовке к отопительному сезону. Эти затраты, так же как и остальные расходы на ремонтные работы включаются в состав прочих расходов в себестоимости продукции (доля прочих расходов - 43% в общей структуре затрат). Оставшиеся доли в себестоимости занимают расходы на оплату труда (11%) и амортизационные отчисления (4%).

По итогам 9 месяцев текущего года маржинальность бизнеса Холдинга, в сравнении с аналогичным периодом 2006 года, существенно увеличилась. Так, показатель *operation margin* составил 12,6%, увеличившись на 8,13 п.п. Низкая рентабельность за 9 месяцев 2006 года стала следствием недостатка поставок газа, в результате чего Татэнерго было вынуждено использовать резервные виды топлива - мазут и уголь, являющиеся более дорогостоящими. За три квартала 2007 года потребление газа в структуре топливного баланса составил 99,14%, против 92,80% в аналогичном периоде 2006 года. Для снижения рисков, связанных с недостатками поставок газа, Татэнерго заключает договора на поставки топлива с другими поставщиками газа: ООО «Новотэк», ООО «Поволжьерегионгаз», ООО «Газэнергокомплекс». Начиная с декабря 2006 года, Татэнерго участвует в торговле газом на электронной площадке Межрегионгаза, что позволяет дополнительно нивелировать риски, связанные с недостатками поставок голубого топлива.

Традиционно, деятельность Холдинга «Татэнерго» характеризуется высокой финансовой независимостью. Суммарный долг компании на конец сентября 2007 года составлял 2,1 млрд рублей, а соотношение *debt/EBITDA* было равным 0,32х. Долговой портфель Холдинга включает облигационный заем объемом 1,5 млрд рублей, с погашением в марте следующего года, а так же два кредита МДМ-Банка на общую сумму в 0,6 млрд рублей с погашением в конце декабря текущего года. С учетом погашения кредитов в декабре текущего года, согласно нашим прогнозам, соотношение *debt/EBITDA* на конец 2007 года составит не более 0,25х. У Компании (эмитент – ОАО «Генерирующая компания») зарегистрирован ФСФР облигационный заем объемом 2 млрд рублей, который Компания планирует разместить в 2008 году. Принимая во внимание тот факт, что в 2008 году состоится погашение облигаций первой серии, а также то, что Татэнерго не планирует привлекать дополнительные заимствования посредством кредитов, размер долга в 2008 году сохранится на уровне текущего года. Важно отметить, что погашение облигационного займа первой серии будет обеспечено денежным потоком от операционной деятельности, а не будет рефинансировано за счет планируемого займа. Средства, полученные в результате размещения второго облигационного займа, Холдинг планирует направить на инвестиционные вложения.

Операционная деятельность

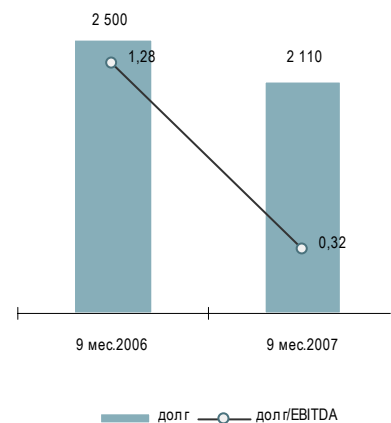
Деятельность Холдинга в сегменте электрической и тепловой генерации осуществляет ОАО «Генерирующая компания». Установленная электрическая мощность за 9 месяцев текущего года, рассчитанная как средневзвешенный показатель, составляет 6 962 мВт, установленная тепловая мощность составляет 15 086 Гкал/ч. По сравнению с 9 месяцами 2006 года, объем установленной электрической мощности снизился на 0,8%, тепловой мощности на 0,3%.

Несмотря на снижение объемов установленной мощности, Татэнерго сохранило позиции 2006 года: среди российских компаний электро- и теплогенерации занимает 10 строчку по объему установленной электрической мощности и 5 строчку по объему установленной тепловой мощности.

Снижение установленной мощности было вызвано продажей во втором полугодии текущего года Урусинской ГРЭС (установленная электрическая мощность – 161 мВт, тепловая мощность – 127 Гкал/ч).

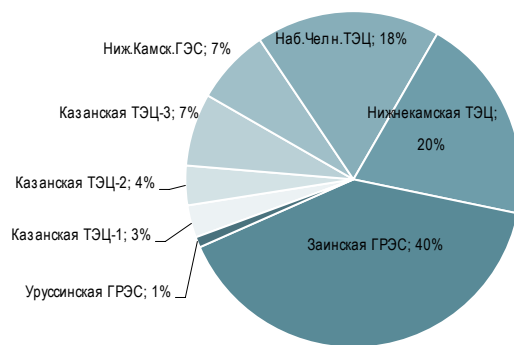
Динамика уровня долга и коэффициента долг/ЕБИТДА,

9 мес.2006 г., 9 мес.2007 г., млн.руб



Источник: данные компании

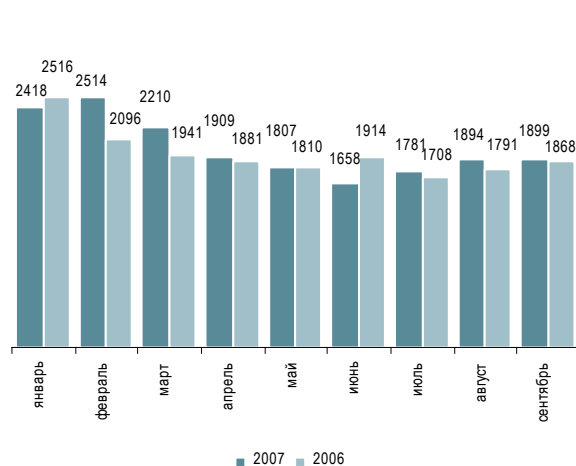
Структура выработки электроэнергии по станциям в 2006 году



Источник: данные компании

Помесячная выработка электроэнергии,

9 мес.2006 г., 9 мес.2007 г., млн.кВтч



Источник: данные компании

Уруссинская ГРЭС расположена на границе Татарстана с Башкорстаном, занимается обслуживанием нефтепромыслов на Юго-Востоке Республики Татарстан. Построена в 1944 году, в конце 50-х годов мощность была увеличена до 161 мВт вследствие необходимости обслуживания вновь открытых месторождений нефти. В структуре выработанной электроэнергии ОАО «Татэнерго» за 2006 год вклад станции был самым небольшим среди остальных генерирующих активов - около 1%. Среди энергоактивов Холдинга Уруссинская ГРЭС являлась единственной убыточной и отличалась высокой степенью износа. Согласно программе технического перевооружения, Татэнерго отнесло Уруссинскую ГРЭС к числу генерирующих мощностей «с неприемлемо низкой надежностью и низкой экономичностью». С учетом изношенности активов, станция работала на техническом минимуме в 12 МВт и обслуживала, как было указано выше, исключительно прилегающие нефтепромыслы.

Исходя из того, что Уруссинская ГРЭС характеризовалась высоким износом и имела высокий удельный расход топлива, а также являлась, своего рода, локальной станцией, не занимая существенную долю в структуре выработки, руководством Холдинга было принято решение о продаже данного энергоактива. Запланированные вложения (около 3,4 млрд рублей) в модернизацию станции, Татэнерго планирует направить в более приоритетные и окупаемые инвестиционные проекты. Продажа Уруссинского актива Холдинга, по нашей оценке, окажет положительное влияние на уровень рентабельности Холдинга и в целом рассматривается нами как позитивный момент в операционной деятельности Татэнерго.

В состав холдинга, на сегодняшний день, входят 8 ТЭЦ, ГРЭС и ГЭС. Основную долю генерации электроэнергии обеспечивает Заинская ГРЭС (35% установленной мощности) и Нижнекамская ТЭЦ (17%).

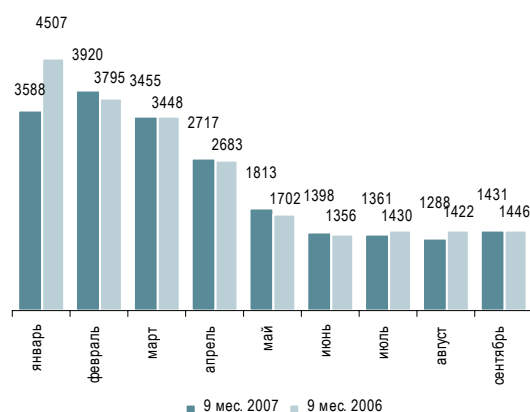
За 9 месяцев 2007 года генерирующими активами выработано 18 089,75 млн. кВтч электрической энергии, что превышает показатель 2006 года (17 523,01 млн. кВтч) на 3%. Генерация тепла за 3 квартала текущего года сократилась, по сравнению с аналогичным периодом 2006 года, на 4% (819,19 тыс.Гкал), вследствие более высокой среднедневной температуры в зимний период, и составила 20 969,92 тыс. Гкал.

Общее количество потребителей энергии на 30 сентября текущего года составило 24 473 юридических лиц и 995 328 физических, количество абонентов по сравнению с 2006 годом возросло на 1190 в сегменте юридических лиц, и на 12 540 в сегменте физических лиц.

Начиная с сентября 2006 года, вся продажа выработанной электроэнергии осуществляется через оптовый рынок электроэнергии (ОРЭЭ). Таким образом, большая часть энергии, вырабатываемая генерирующими активами, потребляется в Республике Татарстан, проходя «транзитом» через ОРЭЭ, а оставшаяся часть реализуется участникам рынка электроэнергии. При этом Татэнерго, как участник оптового рынка, осуществляет не только продажу электроэнергии, но и покупку, в зависимости от планируемых режимов работы, задаваемых системным оператором, цен на электроэнергию и экономической целесообразности. По итогам 9 месяцев 2007 года объем продаж Татэнерго на ОРЭЭ, не включающий транзитные потоки энергии для потребителей Республики, составил в стоимостном эквиваленте 4,6 млрд рублей, объем закупок энергии составил 4,5 млрд рублей. Таким образом, сальдо от операций на ОРЭЭ за три квартала текущего года составило 108 млн рублей, против отрицательного сальдо в 2006 году, составившим минус 187 млн рублей.

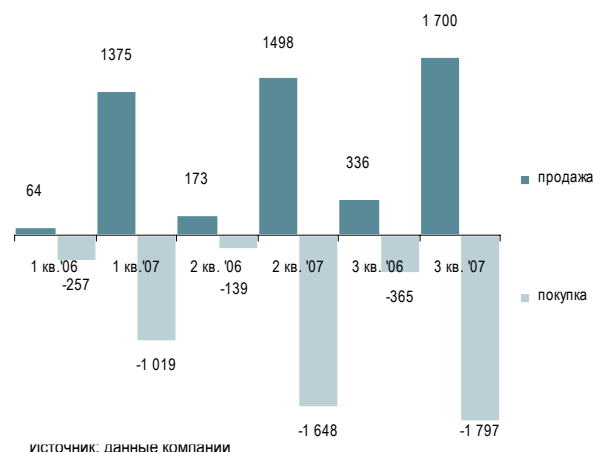
По итогам трех кварталов снизилось удельное топливотребление энергосистемы Татэнерго. Удельный расход условного топлива по отпуску электроэнергии составил 324,6 г/кВтч, что ниже на 4,1 г/кВтч уровня 9 месяцев 2006 года. Аналогичный показатель по отпуску теплоэнергии снизился на 1,6 кг/Гкал и на конец третьего квартала составил 135,9 кг/Гкал. Такая динамика показателей стала следствием снижения потребления мазута, а также реализацией программы управления издержками, проводимой дочерними предприятиями Татэнерго с 2002 года. Необходимо отметить, что, согласно показателям 2006 года среди независимых энергокомпаний, расход условного топлива Татэнерго на отпущенную

Помесячный отпуск с коллекторов теплоэнергии, 9 мес. 2006 г., 9 мес.2007 г., тыс. Гкал.



Источник: данные компании

Результаты работы Татэнерго на ОРЭЭ, 9 мес.2006 г., 9 мес.2007 г.



источник: данные компании

Расход условного топлива на электро- и теплоэнергию

Показатель	9 мес.2006	9 мес.2007
Расход условного топлива на электрическую энергию (г/кВтч)	328,7	324,6
Расход условного топлива на тепловую энергию (кг/Гкал)	137,5	135,9

Источник: данные компании

теплоэнергию был самым низким.

Передача энергии осуществляется через сетевые активы ОАО «Сетевая компания», входящего в Холдинг Татэнерго. Общая протяженность сетей за 9 месяцев 2007 года увеличилась на 98,6 км и составила 68 806 км.

Одной из ключевых задач для российских сетевых компаний является снижение потерь электрической энергии. Потери электрической энергии в сетях Татэнерго составили за 9 месяцев 2007 года 1 451 млн кВтч (10,37%) при объеме поступления электроэнергии в сеть равном 14 217 млн кВтч. По сравнению с аналогичным периодом 2006 года, при увеличении отпуска энергии на 540 млн кВтч, уровень потери электроэнергии снизился на 83 млн кВтч.

Одним из факторов потерь электроэнергии являются потери во внутридомовых сетях многоквартирных домов вследствие отсутствия приборов учета электроэнергии и использования нормативных коэффициентов при оплате за электроэнергию. Для решения этой проблемы «Сетевая компания» Татэнерго реализует программу восстановления вводного учета электроэнергии. Начиная с 4 квартала 2006 года было восстановлено 8 616 точек учета, что позволило увеличить объемы полезного отпуска электроэнергии в многоквартирные жилые дома за 9 месяцев 2007 года на 86,6 млн кВтч. Холдинг также проводит замену проводов с напряжением 0,4 кВ, на самонесущие изолированные провода, позволяющие увеличить их надёжность и исключить коммерческие (незаконное присоединение) потери электроэнергии.

В завершении текущего обзора деятельности Холдинга «Татэнерго» важно отметить ключевые позитивные и негативные моменты в деятельности компании.

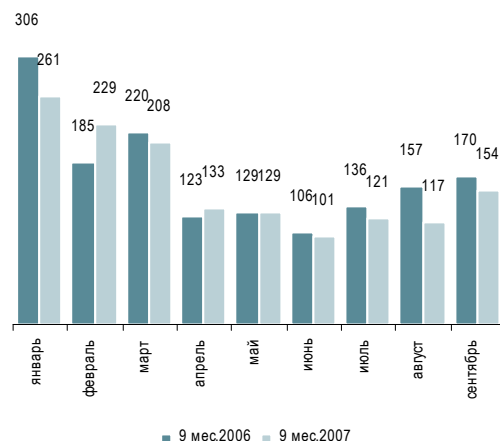
«+»

- В ходе реформирования российской электроэнергетики Татэнерго сохранил целостность производственной системы, что позволяет Компании, с учетом дальнейшей либерализации цен на рынке электроэнергии, быть более гибкой в формировании тарифной политики;
- Компания демонстрирует положительный тренд операционных доходов на протяжении последних лет. С учетом тенденции роста тарифов на тепло- и электроэнергию, озвученную чиновниками из правительства Татарстана, а также дальнейшего промышленного развития региона, в том числе за счет создания ОЭС «АЛАБУГА», можно прогнозировать дальнейшую позитивную динамику двух генераторов дохода Холдинга;
- Тарифы Татэнерго остаются одними из самых низких в Поволжье, что позволяет Компании получать конкурентные преимущества на ОРЭЭ;
- Финансовое состояние Холдинга характеризуется низкой долговой нагрузкой. В дальнейшей перспективе Холдинг не планирует активно увеличивать долговой портфель.

«-»

- Сохраняются риски недостатка поставок газа, в результате чего генерирующие активы Холдинга могут увеличить потребление более дорогостоящих видов топлива - мазута и угля.

Потери электрической энергии в сетях Холдинга Татэнерго, 9 мес.2006 г., 9 мес. 2007 г., млн кВт.ч



Источник: данные компании

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж		sales@zenit.ru
-------------------	--	--

Начальник управления	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Виктория Морозова	v.morozova@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевца	s.agievets@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Стратегия/кредитный анализ	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Стратегия/кредитный анализ	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Кредитный анализ	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru

Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Дзюба	d.dzuba@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Доверительное управление активами	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru

Управление организации долгового финансирования

Начальник управления	Алексей Балашов	a.balashov@zenit.ru
----------------------	-----------------	--

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.