

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Татэнерго: энергия успеха

- ОАО «Татэнерго» входит в число крупнейших энергетических предприятий России: по объемам выручки за 9 месяцев 2004 года компания занимает 6-ое место среди региональных энергосистем.
- ОАО «Татэнерго» является одной из четырех независимых региональных энергокомпаний, и, как следствие, имеет возможность самостоятельно определять стратегию реформирования, отличную от других региональных АО-энерго.
- ОАО «Татэнерго» характеризуется минимальной долговой нагрузкой. С учетом привлекаемого облигационного займа в размере 1.5 млрд. рублей доля финансовой задолженности в валюте баланса составит 6.5%, что является вполне приемлемым уровнем с точки зрения генерируемых компанией денежных потоков: покрытие долга ожидаемой прибылью до вычета налогов, процентов и амортизации за 2004 год составит 156%.
- Мы оцениваем справедливую премию доходности облигаций ОАО «Татэнерго» к выпуску ФСК при размещении займа в пределах 220 б.п. – 250 б.п., что в текущих условиях соответствует доходности к погашению 10% - 10.3% годовых.

ОАО «Татэнерго» - одно из крупнейших энергетических предприятий России: по объемам выручки за 9 месяцев 2004 года, равно как и по объемам выработки электроэнергии, компания занимает 6-ое место среди региональных энергосистем, по установленной мощности – 5-ое место.

Операционные показатели крупнейших АО-энерго:

	Выручка 9 мес. 2004, млрд. руб.	Выработка э/э, 9 мес. 2004, млрд.	Уст. мощность, ГВт
1 Мосэнерго	59,95	51,4	15,12
2 Тюменьэнерго	35,52	50,9	11,22
3 Иркутскэнерго	12,96	38,3	12,88
4 Свердловэнерго	21,19	26,7	8,26
5 Кузбассэнерго	12,04	17,5	4,79
6 Татэнерго	15,25	17,2	6,99
7 Башкирэнерго	15,10	17,0	5,10
8 Самарэнерго	16,31	13,2	3,47
9 Пермэнерго	13,51	10,3	3,55
10 Ленэнерго	21,03	9,5	3,25

Источник: Квартальные отчеты компаний

Выработка тепловой и электроэнергии ОАО «Татэнерго»:



Источник: Данные компании

В структуре потребителей вырабатываемой предприятием тепловой и электроэнергии основная доля приходится на крупные промышленные предприятия нефтяной, нефтехимической отраслей, машиностроения, что обеспечивает компании практически 100%-ую оплату денежными средствами за оказываемые услуги.

В частности, крупными потребителями электроэнергии выступают ОАО «Татнефть», ОАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «Казаньоргсинтез», ОАО «КАМАЗ». Согласно данным за 2004 год, 36% тепловой энергии, главным образом, вырабатываемой на мощностях

Нижнекамской ТЭЦ-1 и Нижнекамской ТЭЦ-2, потреблялось ОАО «Нижнекамскнефтехим», использующим пар в технологическом процессе.

Крупнейшие покупатели ОАО «Татэнерго», 2004 г.:

	электроэнергия	тепловая энергия
Татнефть	18.3%	-
НКНХ	11.4%	36%
Казаньоргсинтез	6.6%	6%
КАМАЗ	10%	4%

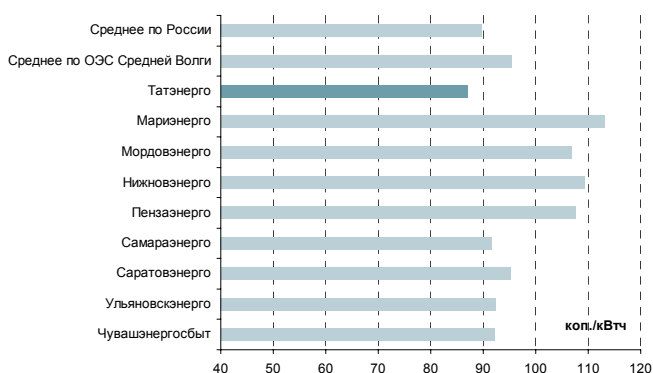
Источник: Данные компании

Операционная деятельность эмитента тесно связана с бизнесом ведущих предприятий Татарстана, некоторые из которых, являясь основными покупателями энергии, выступают также и в роли инвесторов, участвуя тем самым в развитии и модернизации наиболее приоритетных активов. В частности, примером такого сотрудничества является совместный проект с ОАО «Нижнекамскнефтехим» по модернизации Нижнекамской ТЭЦ-1, предполагающий перевод ТЭЦ на газотурбинные технологии, что позволит существенно сократить производственные потери и удельный расход топлива, а также планируемая модернизация крупнейшего генерирующего актива предприятия Заинской ГРЭС совместно с ОАО «Татнефть». Участие базовых потребителей в модернизации производственной базы, во-первых, заметно облегчает для предприятия бремя инвестиционных затрат, и, во-вторых, является залогом сохранения долгосрочных отношений в перспективе – в том числе, после завершения реформирования отрасли и перехода к свободному рынку электроэнергии.

В целом, потенциальный бизнес-риск, который несет в себе переход на рыночные отношения для многих региональных АО-Энерго – возможная частичная потеря крупных клиентов в результате их ухода к другим поставщикам, предлагающим более выгодные условия – для эмитента представляется минимальным. Помимо довольно высокой интеграции бизнеса ОАО «Татэнерго» и базовых потребителей, которая обеспечивается, в том числе, значительной долей в уставном капитале крупных предприятий одного акционера – Правительства Татарстана, в пользу последнего факта говорит и сравнительно невысокий уровень тарифов на электроэнергию.

В частности, по сравнению с другими АО-энерго, входящими в единую с эмитентом энергосистему «Средняя Волга», тарифы на электроэнергию ОАО «Татэнерго» являются самыми низкими. Средний уровень тарифов по 9-ти энергокомпаниям Поволжья превышает стоимость электроэнергии для потребителей Татарстана на 9%, а усредненный показатель по России – на 3.2%.

Средние тарифы по АО-Энерго, входящим в ОЭС «Средняя Волга», январь 2005 г.:



Источник: РАО ЕЭС

Тарифы на электроэнергию, устанавливаемые РЭК, непосредственно зависят от себестоимости генерации электроэнергии – что позволяет сделать вывод об относительной конкурентоспособности ОАО «Татэнерго», как в текущих условиях рынка, так и в перспективе ближайших 2-3-х лет, когда большая часть электроэнергии в России, согласно планам реформы отрасли, будет реализовываться по конкурентным ценам.

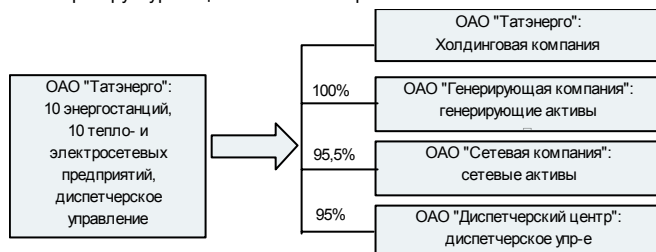
Отличительной особенностью эмитента в свете проводимой реструктуризации отрасли является специфическая модель реформирования, отличная от стандартной схемы для большинства региональных энергосистем: являясь одной из четырех независимых от РАО ЕЭС энергокомпаний, ОАО «Татэнерго» имеет возможность самостоятельно определять стратегию развития.

В частности, с одной стороны, активы компании подлежат разделению по видам

деятельности – иначе было бы проблематично организовать эффективное взаимодействие предприятия с другими субъектами отрасли. В то же время, вертикально-интегрированная структура компании сохраняется: владельцем выделенных компаний становится холдинговая компания. Владея контрольными пакетами акций созданных предприятий, эмитент сохраняет возможность регулировать их деятельность, и, при необходимости, объединять усилия всех подразделений для решения задач, значимых для энергосистемы в целом.

Сохранение всех основных активов и денежных потоков компании в рамках одного холдинга обеспечивает большую прозрачность финансового состояния заемщика в перспективе ближайших лет, когда большая часть региональных АО-энерго пройдут через процедуру разделения.

Схема реструктуризации ОАО «Татэнерго»:



Источник: Данные компании

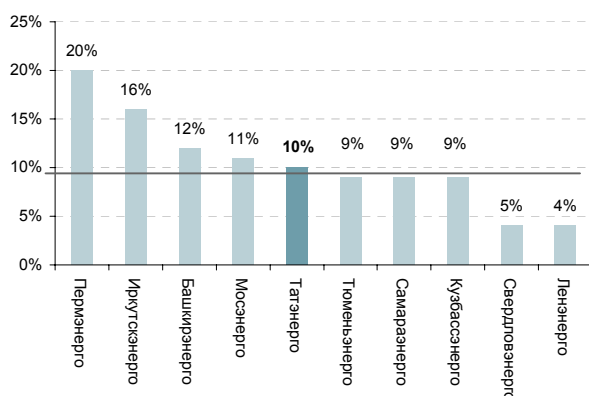
Финансовое состояние эмитента характеризуется стабильным ростом продаж. В частности, в прошлом году выручка от реализации электрической и тепловой энергии составила 20.333 млрд. рублей, превысив на 21.9% уровень 2003 года, при этом, тарифы на электроэнергию для всех категорий потребителей в среднем выросли в 2004 году на 21%, а тарифы на тепловую энергию - в среднем на 20%.

Финансовое состояние

Бизнес-план компании предусматривает рост доходов до 23.58 млрд. рублей в 2005 году (+16.1%) и до 26.55 млрд. рублей в 2006-ом (+12.5% к уровню 2005-го года), чему будут способствовать увеличение объемов выработки. Рост продаж будет обеспечен, во-первых, увеличением объема выработки – предприятие имеет значительный резерв незагруженных мощностей, который предполагается использовать для увеличения поставок на оптовый рынок электроэнергии, и, во-вторых, дальнейшим повышением тарифов на электро- и тепловую энергию – на 15% и 22% соответственно в 2005 году и еще на 5% в 2006-ом.

Операционная прибыль компании по итогам 9-ти месяцев 2004 года составила 1.576 млрд. руб., что превышает аналогичное значение 2003 г. в 2.77 раза. Столь заметный рост объясняется эффектом «низкой базы»: в 2003 году повышение тарифов на электроэнергию оказалось недостаточным для компенсации роста цен на основное топливо – газ. Операционная рентабельность за 3 квартала 2004 года выросла по сравнению с уровнем 2003 года вдвое и составила 10%, что соответствует среднему уровню по отрасли. В таком же размере рентабельность продаж обозначена и в плановом задании на 2004 г.

Рентабельность крупнейших российских энергетических компаний, 9 мес. 2004 г.:



Источник: Данные компаний

Прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации (EBITDA) за 9 месяцев 2004 г. составила 1.743 млрд. рублей, обеспечив рентабельность на уровне 11%.

ОАО «Татэнерго» характеризуется минимальной долговой нагрузкой. С учетом привлекаемого займа в размере 1.5 млрд. рублей, доля финансового долга в валюте баланса составляет всего 6.5% - минимальный уровень среди всех предприятий отрасли, представленных на рынке долга. При этом, покрытие долга за счет EBITDA составляет 156% - при среднем уровне 66.7% по энергокомпаниям, имеющим публичные займы.

Финансовые показатели энергетических компаний, имеющих публичные выпуски облигаций:

	выручка, 9мес.2004	EBITDA, 9мес.2004	активы, 9мес.2004	долг, 9мес.2004	debt ratio, 9мес.2004	EBITDA/debt
Татэнерго*	15252	1743	22443	67	6,5%	155,8%
Свердловэнерго	21189	1632	26398	2299	8,7%	71,0%
Ленэнерго	21034	2741	51251	4979	9,7%	48,5%
Башкирэнерго	15095	2413	31482	3746	11,9%	73,2%
Якутскэнерго	7147	868	21461	2345	10,9%	37,0%
Алтайэнерго	5792	445	21710	3007	13,8%	14,8%
среднее					10,3%	66,7%

Источник: Данные компаний

*По ОАО «Татэнерго» показатели debt ratio и EBITDA/debt скорректированы на величину займа – 1.5 млрд. рублей.

В целом, финансовое состояние предприятия, согласно нашей методике, соответствует минимальной группе риска: оценка финансового состояния – 2,38.

ОАО «Татэнерго»: оценка финансовых показателей:

	2003		3 кв 2004	
	К	Оценка	К	Оценка
*** Структура капитала ***				
Leverage ratio	0,19	3,0	0,26	3,0
Debt ratio	0,01	3,0	0,07	3,0
Current ratio	1,67	3,0	1,64	3,0
Cash ratio	0,15	2,1	0,16	2,3
*** Рентабельность ***				
Net Margin	0,05	1,3	0,06	1,5
EBITDA Margin	0,06	0,0	0,11	0,9
Operating Margin	0,05	0,0	0,10	1,1
*** Адекватность денежных потоков ***				
Total debt/EBITDA	0,18	3,0	0,64	3,0
CFO/Total debt	2,86	3,0	1,19	3,0
EBIT interest coverage	39,31	3,0	1133,93	3,0
*** Динамика финансовых показателей ***				
Динамика выручки	-	-	0,21	3,0
Динамика прибыли	-	-	1,77	3,0
Оценка надежности		2,14		2,38

Источник: Расчеты Банка ЗЕНИТ

В настоящий момент на рынке рублевого долга торгуются облигации пяти региональных энергокомпаний: Свердловэнерго, Ленэнерго, Башкирэнерго, Якутскэнерго и Алтайэнерго.

Наиболее подходящим аналогом для эмитента с позиций кредитного качества можно считать ОАО «Башкирэнерго». Во-первых, компании имеют близкие объемы продаж и выработки электроэнергии. Во-вторых, обе энергосистемы являются независимыми от РАО ЕЭС и сохраняют в перспективе вертикально-интегрированную структуру. Наконец, в структуре основных потребителей Башкирэнерго, как и у эмитента, большая часть приходится на крупные промышленные предприятия нефтяной, химической, нефтехимической отраслей.

Доходность по облигациям Башкирэнерго-2 на 09.03.2005 составляла 8.48% годовых к оферте в августе 2005 года – с премией к близкому по дюрации выпуску РАО ЕЭС-2 в размере 357 б.п. В то же время, этот спрэд не дает точного представления о кредитной премии Башкирэнерго, так как, помимо разницы в кредитном качестве, отражает довольно низкую ликвидность выпуска. Например, в феврале облигации Башкирэнерго-2 торговались только 5 дней из 19-ти.

На дальнем отрезке корпоративной кривой доходности аналогом короткого выпуска РАО ЕЭС можно считать облигации ФСК, торгующиеся с доходностью (на 09.03.2005) 7.82% годовых. Мы полагаем, что спрэд доходности по размещаемому выпуску ОАО «Татэнерго» к ФСК должен быть ниже, чем аналогичный спрэд Башкирэнерго-2 к РАО ЕЭС-2, так как не будет включать премию за низкую ликвидность (объем выпуска Татэнерго втрое больше). Кроме того, ОАО «Татэнерго» характеризуется меньшей долговой нагрузкой и более высокими показателями покрытия долга: с учетом облигационного займа, покрытие финансовой задолженности за счет годовой EBITDA ОАО «Татэнерго» более чем вдвое выше (156% против 72% у Башкирэнерго). Мы оцениваем справедливую премию доходности по бумагам ОАО «Татэнерго» к ФСК в пределах 170 б.п., еще порядка 50 б.п. – 80 б.п. должна составить премия за первичное размещение. Таким образом, справедливый спрэд Татэнерго к ФСК при размещении займа складывается в пределах 220 б.п. – 250 б.п., что в текущих условиях соответствует доходности к погашению 10% - 10.3% годовых.

Позиционирование выпуска

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления Еврооблигации	Константин Пospelов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Рублевые облигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Акции	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Конверсионные операции	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Начальник управления Рублевые облигации	Сергей Суверов	sergej.suverov@zenit.ru
Еврооблигации	Анастасия Шамина	a.shamina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Константин Павлов	k.pavlov@zenit.ru
Акции	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suvarov@zenit.ru
	Иван Карачинский	i.karachinsky@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@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.