

# Башкирэнерго: тепло и свет в каждый дом

Гороховская Ольга, к.э.н.

[Ogorohov@alfabank.ru](mailto:Ogorohov@alfabank.ru)

(095) 783-5145

Гусаков Никита

[Ngusakov@alfabank.ru](mailto:Ngusakov@alfabank.ru)

(095) 788-0326

18 февраля 2004 г.

[www.alfabank.ru](http://www.alfabank.ru)

Москва

## Илл. 1. Выпуск облигационного займа №2

Заемщик	ОАО «Башкирэнерго»
Номинальная стоимость	1000 рублей
Тип облигаций	Купонные
Форма ценных бумаг	Документарные, на предъявителя с обязательным централизованным хранением
Депозитарий	НДЦ
Обращение	ММВБ
Объем выпуска по номиналу	500 000 000 руб.
Начало размещения	Февраль 2004 года
Срок обращения	3 года
Начало обращения на вторичном рынке	Следующий день после регистрации в ФКЦБ России отчета об итогах выпуска
Цена размещения	100% от номинала
Количество купонов	6
Купонный период	182 дня
Процентная ставка по купонам	Ставка первого купона определяется на конкурсе в первый день размещения облигаций и фиксируется на срок до первой оферты. Ставки последующих купонов устанавливаются Эмитентом накануне исполнения оферты.
Оферта	1,5-годовая оферта
Способ подписки	Открытая
Организатор и андеррайтер	Альфа-Банк

## Основные положения

- **ОАО «Башкирэнерго» – одна из ведущих региональных энергетических компаний России**

ОАО «Башкирэнерго» – монополист в сфере производства, передачи и распределения электрической и тепловой энергии в Республике Башкортостан. Установленная мощность для производства электрической энергии – 5 075 МВт (6-е место в России), для производства тепловой энергии – 16 000 Гкал/ч (2-е место в России).

- **ОАО «Башкирэнерго» – крупная финансово устойчивая компания**

Годовой объем продаж в 2002 г. превысил 16 млрд. руб. (\$510 млн.), а за 9 мес. 2003 г. составил 12,8 млрд. руб. (\$413 млн.), активы на конец 3 кв. 2003 г. превысили 31 млрд. руб. (\$1 млрд.), прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации в 2002 г. – \$90,5 млн., чистая прибыль – \$17 млн.

- **Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ облигации ОАО «Башкирэнерго»**

## Основные положения

ОАО «Башкирэнерго» – одна из крупнейших региональных энергокомпаний России. ОАО «Башкирэнерго» является монополистом в сфере производства, передачи и распределения электрической и тепловой энергии в Республике Башкортостан. В состав компании входят 30 филиалов и одно представительство в Москве. Установленная мощность Компании для производства электрической энергии составляет более 5 075 МВт (6-е место в России), а для производства тепловой энергии 16000 Гкал/ч (2-е место в России).

Финансовое состояние Эмитента является стабильным и устойчивым, а финансовые показатели имеют положительную динамику. Годовой объем продаж Компании в 2002 г. превысил 16 млрд. руб (\$510 млн.), а за 9 мес. 2003 г. составил 12,8 млрд. руб (\$413 млн.), активы на конец 3 кв. 2003 г. превысили 31 млрд. руб (\$1 млрд.). Прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации в 2002 г. составила \$90,5 млн., чистая прибыль – \$17 млн. За 9 месяцев 2003 г. EBITDA достигла \$51 млн.

Моральное устаревание оборудования и развитие новых энергосберегающих технологий определяют необходимость привлечения средств для финансирования модернизации существующих мощностей. Компания проводит политику расширения кредитной базы и удлинения срочности пассивов.

Мы рекомендуем облигации ОАО «Башкирэнерго» к покупке по следующим причинам:

- устойчивые финансовые показатели и низкая долговая нагрузка свидетельствуют о высоком уровне кредитоспособности Эмитента;
- первый выпуск Эмитента является одним из наиболее привлекательных среди облигаций второго эшелона;
- деятельность Эмитента сосредоточена в инвестиционно привлекательном регионе;
- ожидается привлекательная текущая доходность по займу;
- удобная инфраструктура обращения

### Илл. 2. SWOT анализ

Плюсы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Монопольные позиции на энергетическом рынке Башкортостана;</li> <li>• Крупное избыточное АО-энерго;</li> <li>• Политика Компании направлена на развитие энергосберегающих технологий;</li> <li>• Устойчивая прибыльность и стабильная рентабельность продаж;</li> <li>• Опережающий рост собственного капитала Эмитента по сравнению с объемами привлеченных средств;</li> <li>• Влияние РАО ЕЭС на деятельность компании ограничивается присутствием в совете директоров 3х его представителей</li> </ul>
Минусы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Высокая зависимость от состояния других отраслей в регионе;</li> <li>• Предельные уровни тарифов устанавливаются ФЭК РФ;</li> <li>• Отсутствие отраслевой и региональной диверсификации</li> </ul>
Возможности для роста	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Идущее реформирование энергетики должно оказать положительное влияние на уровень рентабельности компаний в отрасли;</li> <li>• Прочные позиции для переговоров с РАО ЕЭС об условиях передачи высоковольтных ЛЭП Федеральной сетевой компании;</li> <li>• Рост платежеспособного спроса в Башкортостане – одном из ведущих промышленных регионов России;</li> <li>• Развитие альтернативных источников энергии позволяет снизить зависимость издержек Компании от цен на сырье</li> </ul>
Возможные проблемы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост внутренних тарифов на газ и мазут;</li> <li>• Может потерять часть выручки в случае ухода промышленных потребителей, не связанных с потреблением тепла, на оптовый рынок;</li> <li>• Замедление развития промышленности в регионе;</li> <li>• Временные трудности при неблагоприятном развитии энергетической реформы</li> </ul>

Источники: Отчеты компании, оценки Альфа-Банка

## Обзор компании: ОАО «Башкирэнерго»

### Региональная энергетическая компания Республики Башкортостан

В 1992 было проведено акционирование Башкирской энергосистемы, которая была реорганизована в Открытое Акционерное Общество «Башкирэнерго». Реорганизация была проведена в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 1 июля 1992 года «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий в акционерные общества» и Указом Президента Российской Федерации от 15 августа 1992 года «Об организации управления электроэнергетическим комплексом Российской Федерации в условиях приватизации», а также с Указом Президиума Верховного Совета Республики Башкортостан от 30 сентября 1992 года «О приватизации электроэнергетического комплекса Республики Башкортостан».

**ОАО «Башкирэнерго» –  
одна из крупнейших  
региональных  
энергокомпаний  
России**

ОАО «Башкирэнерго» является монополистом в сфере производства, передачи и распределения электрической и тепловой энергии в Республике Башкортостан. В состав Общества входят 30 филиалов и одно представительство в Москве. Установленная мощность Компании для производства электрической энергии составляет более 5 000 МВт (6-е место в России), а для производства тепловой энергии 16 000 Гкал/ч (2-е место в России). Генерирующая мощность ОАО «Башкирэнерго» складывается из мощностей 11 тепловых электрических станций, 10 котельных, 2 газотурбинных установок, одной гидроэлектростанции и 2 малых ГЭС. ОАО «Башкирэнерго» реализует 20 млрд. кВтч электроэнергии и 31 млн. Гкал тепла в год. 82% потребляемого предприятием топлива приходится на природный газ.

ОАО «Башкирэнерго» является одним из ведущих работодателей в Республике Башкортостан. Среднесписочное число сотрудников в 2002 г. составило 19 тыс. чел.

### Российская энергетика: период реформ

В течение длительного времени топливно-энергетический комплекс России, в первую очередь, его сырьевые отрасли, во многом выступал донором развития российской экономики. Высокоприбыльные сферы (экспорт нефти и газа, внутренняя торговля нефтью и продуктами ее переработки) обеспечивали значительную часть бюджетных доходов и потока валютной выручки, а инфраструктурные сферы (электроэнергетика, газоснабжение внутреннего рынка) – поддержку российских предприятий и населения за счет низких цен и тарифов.

**Реформирование  
электроэнергетики  
направлено на  
улучшение  
инвестиционного  
климата отрасли**

В отличие от нефтегазовой отрасли, где основной объем выручки формируется за счет экспорта природных ресурсов за рубеж по мировым ценам, в электроэнергетике продукция реализуется исключительно на внутреннем рынке по тарифам, устанавливаемым государством. Низкие тарифы и жесткое государственное регулирование явились основными причинами отставания электроэнергетики от других отраслей ТЭК и ограниченного интереса частных инвесторов. Идущее реформирование отрасли, направленное на создание в ней конкурентных условий, призвано увеличить приток инвестиций в отрасль и способствовать росту прибыльности компаний отрасли.

**ОАО «Башкирэнерго» – одна из немногих энергокомпаний, в которой РАО не владеет контрольным пакетом**

В настоящее время активно разрабатываются правила функционирования оптового рынка электроэнергии на переходном этапе. Одним из участников этого рынка станет Эмитент. Как и несколько других региональных энергетических компаний, ОАО «Башкирэнерго» не входит в структуру РАО ЕЭС, и влияние РАО на деятельность компании ограничивается присутствием в Совете Директоров трех представителей РАО. Это обстоятельство несколько снижает для компании риски, связанные с реструктуризацией отрасли (в частности, передачей высоковольтных ЛЭП Федеральной Сетевой Компании без достаточной компенсации). Таким образом, все процессы, связанные с реструктуризацией компании, будут вестись под наблюдением и контролем со стороны Правительства Башкортостана, которое опосредованно является мажоритарным акционером компании.

**Башкортостан – один из крупнейших промышленных регионов России**

## Республика Башкортостан

Башкортостан – один из крупнейших промышленных центров России. Башкортостан входит в группу регионов — лидеров по уровню экономического потенциала. По объему валового регионального продукта и основным макроэкономическим показателям Башкортостан входит в первую десятку субъектов Российской Федерации, а по ряду позиций занимает ведущее место в стране. Промышленность создает почти половину объема валового регионального продукта республики и обеспечивает около 65% налоговых поступлений в бюджеты всех уровней.

Основой промышленного потенциала Башкортостана является топливно-энергетический комплекс, на долю которого приходится около 40% производства, на машиностроение и химию – по 16-17%, около 10% составляет доля электроэнергетики и 8% – доля пищевой промышленности.

25 апреля 2003 г. Standard & Poor's объявило о повышении долгосрочного кредитного рейтинга Республики Башкортостан и долгосрочных кредитных рейтингов приоритетной необеспеченной задолженности до «В+» с «В». Прогноз изменения рейтинга: «Стабильный».

## Энергоизбыточное региональное предприятие

Основным видом деятельности ОАО «Башкирэнерго» является производство, передача и распределение электрической и тепловой энергии.

**Илл. 3. Основные виды деятельности и их доля в общих доходах, %**

	2000	2001	2002 г.	3 кв. 2003 г.
Производство, передача и распределение энергии, в т.ч.	98,7	90,1	92,5	95,6
Электроэнергии	68,6	62,1	65,8	69,6
Теплоэнергии	30,1	28,0	26,7	25,9

Источник: данные компании

ОАО «Башкирэнерго» поставляет тепло- и электроэнергию всем предприятиям Башкирии, в том числе и коммунальному хозяйству Республики. Основными потребителями энергии, произведенной ОАО «Башкирэнерго», являются крупные предприятия нефтехимического

**Высокая доля промышленности в структуре потребителей создает угрозы при переориентации покупателей на ФОРЭМ**

**Политика Эмитента направлена на техническое переоснащение и развитие энерго-сберегающих технологий**

**Облигации Башкирэнерго-1в – привлекательный инструмент 2-го эшелона**

комплекса Республики Башкортостан. Свыше 50% поставок приходятся на 5 крупнейших потребителей: ОАО «Башнефтехим» (19%), ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» (12%), ОАО АНК «Башнефть» (10%), ЗАО «Каустик» (7%), ЗАО «Каучук» (5%). При высокой доле промышленности в структуре потребителей услуг ОАО «Башкирэнерго» (в целом около 61%) переориентация промышленных потребителей, не связанных с потреблением тепловой энергии, на оптовый рынок может снизить выручку компании. С другой стороны, потенциальное наращивание объема продаж (на 26%) может произойти вследствие поглощения предприятий-перепродавцов электроэнергии.

## **Техническое перевооружение и НИОКР**

Прогнозируемый рост энергопотребления, связанный с началом роста промышленного производства в Республике Башкортостан, а также повышение цен на органическое топливо диктуют необходимость технического переоснащения и замены устаревшего оборудования электростанций, электрических и тепловых сетей ОАО «Башкирэнерго», перехода на новое энергосберегающее оборудование, использования альтернативных, в том числе возобновляемых, источников энергии.

Согласно Основным положениям энергетической стратегии Республики Башкортостан на период до 2020 г. предполагается поэтапное замещение старого оборудования новым энергосберегающим. К 2020 г. на нем планируется вырабатывать четверть всей электрической энергии. При этом намечается ввод до 1 млн. кВт газотурбинных и парогазовых установок для увеличения доли экономичного комбинированного производства электрической и тепловой энергии и экономии природного газа.

Внедрение программы технического развития идет по следующим направлениям:

- Освоение газотурбинных установок;
- Строительство ГЭС, малых и микро ГЭС;
- Строительство опытно-экспериментальных ветроэлектростанций;
- Внедрение газопоршневых агрегатов.

Расходы на НИОКР в период с 2000 г. по 2002 г. выросли почти вдвое с 7 млн.руб. до 13,5 млн.руб. В планах компании – дальнейшее увеличение ассигнований на НИОКР.

## **Диверсификация в привлечении средств**

Прогрессирующее устаревание оборудования и развитие новых энергосберегающих технологий определяют необходимость привлечения средств для финансирования модернизации существующих мощностей. Однако существующие процедуры тарифообразования и отраслевого регулирования ограничивают способность Компании генерировать необходимые денежные потоки. В связи с этим Компания, наряду с использованием собственных средств, активно привлекает заемные ресурсы.

По данным РСБУ на конец 3 квартала 2003 г., общий объем привлеченных средств ОАО «Башкирэнерго» составил 4,3 млрд. руб. Долговая нагрузка на активы остается в последние 2 года стабильно низкой. На 31 марта 2003 г. долговая нагрузка на активы ОАО

«Башкирэнерго» составила 0,14, а долговая нагрузка на собственный капитал – 0,18. Компания проводит политику расширения кредитной базы и удлинения срочности пассивов, в частности путем размещения облигационных займов.

В сентябре 2002 г. ОАО «Башкирэнерго» выпустило первый облигационный займ в объеме 500 млн. руб. сроком на 3 года. По облигациям выплачивается полугодовой купон по ставке, определенной на конкурсе в первый день размещения в размере 20% годовых. По займу была предусмотрена оферта на досрочный выкуп облигаций 12 сентября 2003 по цене 99% от номинала. По состоянию на 29 января 2003 года облигации ОАО «Башкирэнерго» торговались по 115,5% от номинала, что соответствует эффективной доходности к погашению (11 сентября 2005 года) на уровне 9,65% годовых. Облигации первого выпуска ОАО «Башкирэнерго» являются одними из наиболее привлекательных бумаг второго эшелона.

## Финансовое состояние: неуклонный рост

Финансовое состояние компании является стабильным и устойчивым, а финансовые коэффициенты имеют положительную динамику. Выручка ОАО «Башкирэнерго» выросла в период с 2000 г. по 2002 г. на 26% в рублевом исчислении до 16 млрд. руб., а за 9 мес. 2003 г. составил 12,8 млрд. руб. Показатели рентабельности росли в период с 1998 г. по 2001 г. вслед за ростом прибыли компании. В 2002-2003 гг. произошло резкое падение чистой прибыли и рентабельности в связи с опережающим ростом издержек по отношению к выручке. При этом на протяжении последних лет ОАО «Башкирэнерго» сохраняет позитивную рентабельность производства и продаж, а также показывает положительную величину чистой прибыли.

**Эмитент показывает положительную динамику финансовых результатов**

Активы ОАО «Башкирэнерго» в 2002 г. выросли почти в 1,5 раза и на конец 3 кв. 2003 г. составили 31,6 млрд. руб. При этом собственный капитал возрос на 75% в 2002 г., что оказало положительное влияние на кредитоспособность Компании.

Собственные оборотные средства компании также показывают положительную динамику. В 2002 г. собственные оборотные средства выросли в 1,5 раза по сравнению с уровнем 2001 г. и составили 2,7 млрд. руб. Положительная динамика величины собственных средств Эмитента за последние пять лет обусловлена, в основном, устойчивым ростом акционерного капитала предприятия. При этом наблюдается увеличение доли наиболее ликвидных текущих активов предприятия в общей структуре собственных оборотных средств (в первую очередь, за счет увеличения краткосрочных финансовых вложений и денежных средств).

**Илл. 2. Балансовый отчет, \$ тыс.**

Показатель	2000	2001	2002	9 мес. 2003
Нематериальные активы	1 580	0	0	0
Основные средства	333 131	341 105	625 858	560 118
Незавершенное строительство	81 512	53 922	53 833	75 638
Долгосрочные финансовые вложения	11 486	18 088	17 172	90 225
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>427 708</b>	<b>413 115</b>	<b>696 862</b>	<b>725 981</b>
Запасы	56 180	50 071	41 527	43 868
НДС по приобретенным ценностям	15 126	8 155	9 997	12 057
Деб. задолженность (более 12 мес.)	46 885	24 903	17 119	20 351
Деб. задолженность (в течение 12 мес.)	179 446	215 099	207 190	204 136
Краткосрочные финансовые вложения	2 499	8 860	15 670	16 842
Денежные средства	6 048	4 353	8 020	9 370
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>306 183</b>	<b>311 440</b>	<b>299 523</b>	<b>306 625</b>
<b>АКТИВЫ</b>	<b>733 891</b>	<b>724 556</b>	<b>996 386</b>	<b>1 032 607</b>
Капиталы и резервы	0	0	0	0
Уставный капитал	38 804	36 255	34 384	35 698
Добавочный капитал	330 748	308 599	618 464	627 090
Резервный капитал	5 057	6 191	5 871	6 096
Фонд социальной сферы	1 410	1 230	972	903
Нераспределенная прибыль прошлых лет	38 689	63 337	92 943	113 145
Нераспределенная прибыль отчетного года	33 892	49 428	16 738	7
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>448 600</b>	<b>465 039</b>	<b>769 372</b>	<b>782 939</b>
Кредиты и займы	0	12 444	23 759	22 106
Прочие долгосрочные обязательства	0	28 769	28 198	12 672
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>0</b>	<b>41 213</b>	<b>51 957</b>	<b>34 778</b>
Кредиты и займы	29 550	54 826	58 181	106 352
Кредиторская задолженность	218 283	129 224	85 793	69 723
Задолженность участникам по выплате доходов	334	1 017	106	6 711
Доходы будущих периодов	37 124	33 236	30 977	32 103
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>285 291</b>	<b>218 303</b>	<b>175 057</b>	<b>214 889</b>
<b>Собственный капитал и обязательства</b>	<b>733 891</b>	<b>724 556</b>	<b>996 386</b>	<b>1 032 607</b>

Источник: отчетность компании по РСБУ, оценки Альфа-Банка

**Илл. 3. Отчет о прибылях и убытках, \$ тыс.**

	2000	2001	2002	9 мес. 2003
Доходы по обычным видам деятельности	453 232	517 261	513 525	412 879
Себестоимость и др. операционные расходы	377 529	405 906	438 276	384 612
Валовая прибыль	75 703	111 355	75 249	28 267
Прибыль/убыток от продаж	75 703	111 355	75 249	28 267
Проценты к получению	11	3	9	15
Проценты к уплате	107	2 747	11 285	15 416
Доходы от участия в других организациях	261	4	5	10
Прочие операционные доходы	99 201	4 727	248 034	155 341
Прочие операционные расходы	107 484	7 906	254 959	159 587
Операционная прибыль	67 586	105 436	57 052	8 630
Прибыль (убыток) до налогообложения	62 799	90 004	33 859	3 176
Налог на прибыль	28 859	38 805	16 895	3 169
Прибыль (убыток) от обычной деятельности	33 940	51 199	16 964	7
Чистая прибыль	33 940	51 054	16 962	7

Источник: отчетность компании по РСБУ, оценки Альфа-Банка

Примечание: показатели Отчета о прибылях и убытках даны по отгрузке

**Илл. 4. Основные показатели**

	2000	2001	2002	9 мес. 2003
Прибыль до уплаты процентов, налогов, амортизации, млн. \$	83 363	113 965	90 450	51 229
Валовая рентабельность, %	16,70%	21,53%	14,65%	6,85%
Операционная рентабельность, %	14,91%	20,38%	11,11%	2,09%
Чистая рентабельность, %	7,49%	9,87%	3,30%	0,00%
Рентабельность активов, %	4,62%	7,00%	1,97%	n.m.
Рентабельность прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации, %	18,39%	22,03%	17,61%	12,41%
Все обязательства к прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации, x	3,42	2,28	2,51	n.m.
Покрытие процентов, x	781	41	8	3
Привлеченные средства к активам, x	0,04	0,13	0,11	0,14
Привлеченные средства к капиталу и резервам	0,07	0,21	0,14	0,18
Все обязательства к активам, x	0,39	0,36	0,23	0,24
Текущая ликвидность, x	1,07	1,43	1,71	1,43

Источник: расчеты Альфа-Банка

Примечание: n.m. – расчет показателей не имеет экономического смысла

# Информация

<b>Начальник Управления ценных бумаг с фиксированной доходностью</b>	Саймон Вайн
Телефон	(7 095) 745-7896
Факс	(7 095) 745-7897
E-mail	<a href="mailto:simon_vine@alfabank.ru">simon_vine@alfabank.ru</a>
<b>Корпоративные облигации и структурированные продукты</b>	Сарибеков Артур, старший вице-президент
Телефон	(7 095) 786-4897
	Храпченко Людмила
Телефон	(7 095) 780-4736
	Гороховская Ольга
Телефон	(7 095) 783-5145
<b>Торговые операции и продажи</b>	Панков Игорь
	Ремизов Илья
	Артеменко Олег
Телефон	(7 095) 786-4892, (7 095) 788-7405
Адрес	Проспект Академика Сахарова, 12 Москва Россия 107078
<b>Начальник аналитического отдела</b>	Богданов Андрей
Телефон	(7 095) 795-3613
<b>Аналитический отдел</b>	Леонова Екатерина (новости)
Телефон	(7 095) 785-9678
Корпоративные облигации	Гусаков Никита
Телефон	(7 095) 788-0326
Рынки ГКО-ОФЗ, еврооблигаций	Крылова Валентина
Телефон	(7 095) 795-37-42
Технический анализ	Кравчук Владимир
Телефон	(7 095) 795-3743
<b>Alfa Securities (Лондон)</b>	
Отдел международных продаж	Максим Шашенков
Телефон	(4420) 7588-8400
Адрес	City Tower, 40 Basinghall Street London, EC2V 5DE

© **Альфа-Банк, 2003 г. Все права защищены.**

*Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.*

Содержащаяся в настоящем отчете информация была получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Тем не менее, мы не гарантируем точность данной информации, которая может быть сокращенной или неполной. Все мнения и оценки, содержащиеся в настоящем материале, отражают наше мнение на день публикации и подлежат изменению без предупреждения. Информация, представленная в настоящем материале, не предлагается в качестве единственного основания для принятия каких-либо решений в отношении рассматриваемых в настоящем материале ценных бумаг или компаний. Альфа-Банк может иметь длинные или короткие позиции по ценным бумагам и компаниям, упомянутым в настоящем отчете, или иметь в них финансовый интерес. Альфа-Банк не несет ответственность за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений или заявлений, или неполноты информации.