

# Baltijos obligacijos

SEB bankas  
Rinkos tyrimų skyrius

Tyrimo atnaujinimas  
2009 m. liepos 14 d.

## ***AB Lietuvos energija***

**Analitikas** Andrius Olechnovičius **Tel** (8 5) 268 1623 **El. paštas** andrius.olechnoviccius@seb.lt

## **Atgal į valstybės rankas, bet su nauju požiūriu**

- *Lietuvos energijos* rezultatai, kaip ir tikėtasi, prastėja, tačiau ir toliau yra pakankamai geri. Dėl sunkmečio mažėja elektros vartojimas, tačiau tai iš dalies kompensuoja veiklos efektyvumo didinimas ir pakankamai geros eksporto sąlygos.
- Manome, bendrovės rizika ir toliau atitinka BBB reitingą. Reitingo perspektyva neigiama dėl vis dar didelės šalies rizikos.
- Nematome kliūčių bendrovės obligacijoms išpirkti, nes laisvas pinigų srautas ir toliau smarkiai viršija finansinius įsipareigojimus. Perfinansavimo galimybes taip pat geros.
- Didelių metų pradžios nuostolį labiausiai lėmė apskaitos pokyčiai. Pinigų srutai, sumažėjus investicinės veiklos išlaidoms ir pagerėjus apyvartinio kapitalo valdymui ir toliau išlieka dideli.
- Dėl nuo liepos sumažėjusio elektros perdavimo tarifo bei ir toliau mažėjančio vartojimo, manome, bendrovės pelno maržos šiemet pastebimai mažės, tačiau metus, manome, pavyks baigti pelningai. Kitmet bendrovės rezultatai prastės dėl eksporto netekimo, didesnio finansavimo poreikio, taip pat išlieka nepalankių bendrovei reguliavimo pokyčių rizika.
- Padidėjus politikų ir visuomenės spaudimui, greičiausiai, bendrovė LEO LT bus išformuota. Nepaisant to, kad *Lietuvos energija*, manome, vėl taps valstybinė, pasiektas efektyvumo lygis turėtų būti išlaikytas dėl sunkmečiu šalyje vyraujančių efektyvumo didinimo ir biurokratijos saulėlydžio nuotaukų.



**Rezultatų  
komentarai****Rezultatai prastėja, tačiau ir toliau yra geri**

*Lietuvos energijos* rezultatai dėl sunkmečio prastėja tačiau išlieka gana geri. Metų pradžioje didelį nuostolį (29,6 mln. Lt per pirmą ketvirtį) labiausiai lėmė apskaitos niuansai (išsamiau trečioje pastraipoje). Taip pat rezultatai prastėjo dėl sunkmečiu sumažėjusio elektros vartojimo. Kaip ir laukta, dėl vartotojų taupymo mažėja elektros perdavimo mastas, perdavimas vidaus rinkoje pirmą ketvirtį sumažėjo 8 procentais. Tiesa, sunkmečio įtaka mažėja dėl padidėjusio veiklos efektyvumo ir gana gerų sąlygų eksporto rinkose. Dėl privataus investuotojo paskatinto veiklos efektyvumo didinimo ir toliau mažėja darbo užmokesčio, remonto ir priežiūros bei kitos sąnaudos, taupiau investuojama. Be to, padidėjus atsargų apyvartumui ir pailginus atsiskaitymo terminus, sutaupoma lėšų investicijoms į apyvartinį kapitalą. Eksporto rezultatai yra palyginti geri dėl nustojusių smukti kainų Skandinavijos rinkoje.

Sumažėjus investicinės veiklos išlaidoms ir pagerėjus apyvartinio kapitalo valdymui bendrovės laisvas pinigų srautas ir toliau yra didelis. Bendrovės skolos ir toliau mažos – finansinių skolų ir EBITDA santykis 0,3, padaugėjus grynujų pinigų grynoji finansinė skola yra neigiama (grynieji pinigai viršija finansinius įsipareigojimus).

Didelis apskaitinis bendrovės pirmo ketvirčio nuostolis atsirado dėl pakeisto viešuosius interesus atitinkančių paslaugų (VIAP) sąnaudų apskaitos principo. Pagal pastarąjį kitaip perskirstomos metų sąnaudos, tačiau tai neturi įtakos bendram metų rezultatui. Priminsime, VIAP veikla susijusi su remiamos elektros energijos (pagamintos naudojant atsinaujinančius išteklius) prekyba, o iš šios veiklos *Lietuvos energija* neuždirba pelno. Taip pat bendrovės pelnas mažėjo dėl turto pervertinimo. Dėl pernai metų pabaigoje pervertinto turto, bendrovės nusidėvėjimo sąnaudos padidėjo ketvirtadaliu.

**Reitingas****Reitingas atitinka šalies riziką**

Manome, bendrovės rizika ir toliau atitinka BBB reitingą. Reitingo perspektyva ir toliau, manome, išlieka neigiama. Neigiamą perspektyvą lemia ir vis dar didelė šalies rizika. Tiesa, bendrovės finansinė rizika šiek tiek mažėja. Dėl tikėtino privataus investuotojo pasitraukimo mažėja spaudimas didinti finansinį svorį.

*Standard & Poor's* vertinimu *Lietuvos energijos* reitingas yra BBB ir atitinka šalies riziką. 2009 m. kovo 27 dieną reitingų agentūra sumažino *Lietuvos energijos* reitingą nuo BBB+ iki BBB dėl padidėjusios šalies rizikos. Reitingo perspektyva neigiama. Šiuo metu, *Standard & Poor's* vertinimu, *Lietuvos energijos* reitingas atitinka Lietuvos valstybės reitingą.

**Obligacijų  
išpirkimas****Nematome kliūčių obligacijoms išpirkti**

Bendrovės 7,5 mln. eurų obligacijų emisija bus išperkama 2009 m. rugsėjo 29 dieną. Bendrovės laisvas pinigų srautas smarkiai viršija finansinius įsipareigojimus, todėl nematome kliūčių obligacijoms išpirkti. Taip pat dėl palyginti aukšto kredito reitingo ir palyginti mažų skolų, bendrovė turi geras

galimybes palyginti nebrangiai perfinansuoti dabartinę emisiją.

## Perspektyvos

### Šiomet pelningai, kitąmet - sunkiau

Pasikeitus patronuojančios bendrovės vadovams ir didėjant reguliuotojų bei politikų spaudimui, *Lietuvos energija* nusprendė nuo 2009 m. liepos 1 d. aštuoniais procentais sumažinti elektros perdavimo paslaugos kainą (nuo 2,4 ct iki 2,2 ct/kWh). Pasak įmonės, galimybės mažinti tarifą atsiranda dėl krentančios perkamų paslaugų ir prekių kainos ir dėl veiklos efektyvumo didinimo.

Manome, dėl sumažėjusio tarifo ir mažėjančio vartojimo bendrovės pelno marža pastebimai sumažės. Bet bendrovės finansinė būklė turėtų išlikti stipri dėl monopolinės padėties rinkoje ir dėl, tikimės, neblogėjančio veiklos efektyvumo. Manome, išsilyginus apskaitos niuansų įtakai, 2009 metus pavyks baigti nenuostolingai.

Kitąmet bendrovės laisvas pinigų srautas, veikiausiai, gerokai sumažės. Uždarius Ignalinos atominę elektrinę bendrovė neteks eksporto pajamų, taip pat dėl planuojamų energetinių projektų stipriai išaugs investicijų finansavimo poreikis. Be to, išlieka nepalankių bendrovei reguliavimo pokyčių rizika.

## Sektorius

### *Lietuvos energijai* LEO LT projektas buvo labiau naudingas nei žalingas

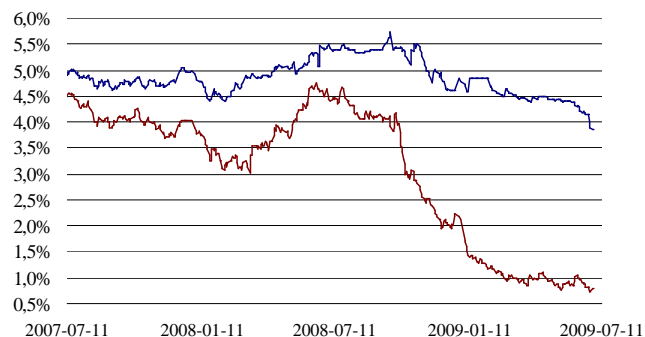
Panašu, kad artėja metas gyvavusio LEO LT darinio pabaiga. Tolesnei veiklai nepritaria nei valdžia, nei visuomenė. Neturėdamas svirtų pasiekti pradinių tikslų, LEO LT tęsimo prasmės nemato ir privatus investuotojas. Nesvarbu, kokia privataus investuotojo ir valstybės turto atskyrimo forma bus pasirinkta, greičiausiai privatus investuotojas nebedalyvaus LEO LT, o kartu ir *Lietuvos energijos* valdyme. Jau šiandien, pasikeitus LEO LT, *Rytų skirstomųjų tinklų* ir *Lietuvos energijos* vadovybei, privatus investuotojas daro tik ribotą įtaką *Lietuvos energijos* valdymui.

Vis dėlto, nepavykęs LEO LT projektas, *Lietuvos energijai*, turbūt, atnešė naudos daugiau negu žalos. Be abejo, dažna vadovybės ir strategijos kaita bei patronuojančios bendrovės kritika viešoje erdvėje nestiprina *Lietuvos energijos* organizacinės kultūros. Tačiau griežtesnis išlaidų taupymas, turto valdymo tobulinimas, biurokratinių trukdžių šalinimas paskatino veiklos efektyvumo didinimo didėjimą bendrovėje. Dalį ketinimų įgyvendinti nespėta, bet jau atliktieji turės teigiamą įtaką bendrovės būsimiems rezultatams.

Manome, pasiektas *Lietuvos energijos* veiklos efektyvumo lygis turėtų būti išlaikytas. Šalyje vyraujant sunkmečio paskatintoms efektyvumo didinimo ir biurokratijos saulėlydžio nuotaikoms, tikimės, bendrovė negrįš prie neefektyvių darbo metodų.

### AB Lietuvos Energija ir Vokietijos VVP obligacijų pajamingumai

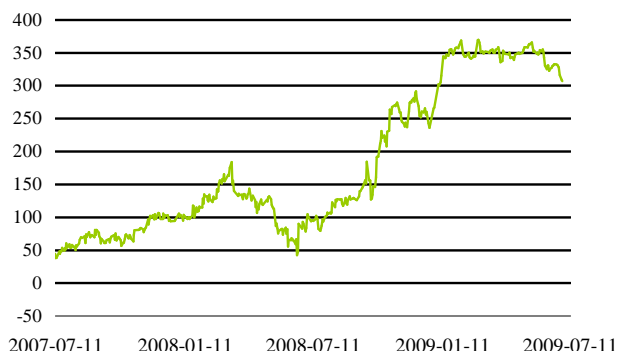
Pajamingumas



— AB Lietuvos energijos obligacijų (LT1000403311, išpirkimas 2009 09 29) vidutinis pajamingumas  
 — Vokietijos vyriausybinių obligacijų (išpirkimas 2009 10 09) vidutinis pajamingumas

### Skirtumas tarp AB Lietuvos Energija ir Vokietijos obligacijų pajamingumų

Baziniai punktai



— Skirtumas tarp AB Lietuvos energija obligacijų ir Vokietijos VVP vidutinių pajamingumų

### AB Lietuvos energija pagrindiniai rodikliai

mln. LTL

	2006	2007	2008	2008 1 ketv.	2009 1 ketv.
<b>Pelno (nuostolių) atskaita</b>					
Pajamos	980	1.177	1.533	359	420
EBITDA	191	213	207	62	6
Pelnas prieš mokesčius	22	60	66	26	-40
Grynasis pelnas	19	48	42	22	-30
<b>Balansas</b>					
Pinigai ir jų ekvivalentai	5	18	70	6	135
Viso įsipareigojimų	538	552	767	505	844
Finansinės skolos	117	90	42	51	43
Grynoji finansinė skola	113	72	-28	45	-92
Akcininkų nuosavybė	2.172	2.212	2.689	2.261	2.660
Viso turto	2.710	2.764	3.456	2.766	3.504
<b>Pinigų srautų atskaita</b>					
<b>Grynasis pinigų srautas (GPS) be</b>					
apyvartinio kapitalo pasikeitimo	178	194	242	87	3
Apyvartinio pakaitalo pasikeitimas	9	3	-4	-35	74
GPS iš įprastinės veiklos	187	197	238	52	77
GPS iš investicinės veiklos	-141	-142	-136	-24	-13
Laisvas pinigų srautas	46	55	102	28	64
GPS iš finansinės veiklos	-47	-41	-50	-40	1
<b>Rodikliai</b>					
Pajamų augimas	1%	20%	30%	18%	17%
EBITDA marža	19%	18%	13%	17%	1%
Ikimokestinio pelno marža	2,3%	5,1%	4,3%	7%	-10%
Grynojo pelno marža	1,9%	4,1%	2,8%	6%	-7%
Įsipareigojimai / Turtas	20%	20%	22%	18%	24%
Finansinė skola / Nuosavybė	5,4%	4,1%	1,6%	2%	2%
Grynoji finansinė skola / Nuosavybė	5,2%	3,2%	-1,0%	2%	-3%
Finansinė skola / EBITDA	0,6	0,4	0,2	0,2	0,3
Gryna finansinė skola / EBITDA	0,6	0,3	-0,1	0,2	-0,6

\* Dėmesio! Šioje įmonės apžvalgoje pateikti duomenys yra paimti iš viešų šaltinių, tokių kaip emitento, kuris yra šios apžvalgos objektas (toliau – emitentas), metų ataskaitų ir kitos emitento pateiktos informacijos, statistikos leidinių, naujienų agentūrų pranešimų, teisės aktų ir kt. Nors, AB SEB banko nuomone, ši informacija yra patikima, tai nereiškia, kad AB SEB bankas prisiima atsakomybę dėl jos tikslumo, tikrumo ir išbaigtumo. Kiekviena nuomonė, teiginiai ir prognozės, pateiktos šioje apžvalgoje, priklauso tik AB SEB bankui ir gali būti keičiamos be papildomo įspėjimo. AB SEB bankas supažindino emitentą su šia apžvalga prieš ją paskelbdamas. Esminių pakeitimų prieš paskelbiant apžvalgą nepadaryta.

Šis dokumentas ar kuri nors jo dalis nėra kvietimas ar pasiūlymas pirkti ar parduoti akcijas ar su jomis susijusias investicines priemones ir negali būti jokio vėliau sudaryto sandorio pagrindas ar dalis. AB SEB bankas pataria investuotojams patiems vertinti ir priimti sprendimus dėl investicijų. Šis dokumentas (įskaitant ir jo sudedamąsias dalis) yra pateiktas tik jūsų dėmesiui ir negali būti dauginamas, perspausdinamas ar perduodamas naudoti trečiajam asmeniui. Planuojama informacija, pateiktą apžvalgoje, atnaujinti kartą per metus arba dažniau – pagal poreikį, tačiau AB SEB bankas neprisiima įsipareigojimo dėl informacijos atnaujinimo.

AB SEB banko, buveinės adresas Gedimino pr. 12, Vilnius, įmonės kodas 112021238, veiklą prižiūri finansų sektoriaus priežiūros institucijos – Lietuvos bankas ir Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija.

SEB grupė yra suinteresuota emitento obligacijų prekyba. SEB grupė yra minėtų obligacijų rinkos formuotoja ir vertybinių popierių likvidumo palaikytoja. Apžvalgos išleidimo metu SEB grupė turėjo emitento obligacijų savo portfelyje ir artimiausiu metu ketino prekiauti minėtais vertybiniais popieriais, o dalį jų laikyti.

AB SEB bankas:

- a) nėra ir nebuvo emitento stebėtojų tarybos ar panašios priežiūros institucijos narys;
- b) tyrimo išleidimo dieną neturėjo emitento akcijų. AB SEB bankas neatsisako ir neapriboja savo teisės bet kuriuo metu sudaryti sandorį dėl emitento vertybinių popierių ar jų paketo. Apžvalgą parengęs analitikas (-ai) (kartu su susijusiais asmenimis) apžvalgos išleidimo dieną neturėjo emitento akcijų ir neketina jų įsigyti ar jomis prekiauti ateityje. Apžvalgą rengę asmenys ir dabar ją platinantieji neturi finansinių interesų dėl emitento vertybinių popierių. Apžvalgą rengusio asmens atlyginimas nėra susietas su AB SEB banko ir bet kurio susijusio asmens sudaromais sandoriais. AB SEB bankas yra nustatęs administracines ir organizacines priemones (išsamiau [http://www.seb.lt/pdf/lt/kontroles\\_reikalavimai.pdf](http://www.seb.lt/pdf/lt/kontroles_reikalavimai.pdf)), apibrėžiančias sąžiningą elgesį su klientais atsiradus interesų konfliktui. Tokios pat priemonės yra įdiegtos ir visoje SEB grupėje.

Šio dokumento negalima spausdinti ir platinti Jungtinėse Amerikos Valstijose.