
Swiss Strategy & Relative Value

- Weniger als 100 Tage bis zum Euro: Start mit einer Zinssenkung?
- Hedge Funds – Ängste vor einem Zusammenbruch und Credit-Crunch-Befürchtungen werden stärker
- Strategie: Weiterhin Flucht in Save-Haven-Anleihen
- Ruhiger Primärmarkt, Spreads vergrössern sich
- Bonitätsaspekte: Japanische Elektrizitätsgesellschaften

Bonitätsaspekte: Japanische Elektrizitätsgesellschaften

Kurt Hess (+41 1 333 24 15)

In Zusammenhang mit den Turbulenzen in den Finanzmärkten haben sich auch die Spreads von Anleihen japanischer Elektrizitätsversorger stark ausgeweitet. Obwohl es sich bei diesen Firmen rechtlich um Aktiengesellschaften handelt, ergeben sich aus ihrer strategischen Rolle in der Energieversorgung des Landes und dem günstigen regulatorischen Umfeld unserer Einschätzung gemäss effektiv nur sehr geringe firmenspezifische Kreditrisiken.

Regionalmonopole dominieren den japanischen Strommarkt

Der Strommarkt in Japan wird von 10 regionalen Gesellschaften dominiert, welche zusammen 99% des Stromes erzeugen und verteilen. Die untenstehende Tabelle zeigt Eckdaten zu diesen Firmen (mit Ausnahme der kleinen Okinawa Electric Power). Beeindruckend ist dabei die Grösse dieser Unternehmen, die als Quasi-Monopole ihre jeweiligen Regionen mit Strom beliefern. Tokyo Electric Power (TEPCO) ist hinter EDF der weltweit zweitgrösste Stromerzeuger. Viele dieser Gesellschaften setzen für sich allein mehr Strom ab als alle Schweizer Elektrizitätswerke zusammen.

Gesellschaft	Strom- absatz (TWh 96)	% vom total	Anteil Nuklear- strom	Rating Moody's	S&P outlook	Brutto- schulden (Yen bn)	Schulden/ Marktkap.
Tokyo El. Power	257.4	33.5%	26%	Aaa (*-)	AA stable	10'566	3.1x
Kansai El. Power	136.4	17.7%	26%	Aaa (*-)	N.R.	4'487	2.1x
Chubu El. Power	115.6	15.0%	13%	Aaa (*-)	AA stable	4'394	3.0x
Kyushu El. Power	69.0	9.0%	22%	Aa1	N.R.	2'786	3.0x
Tohoku El. Power	66.1	8.6%	9%	Aa1	N.R.	2'675	2.7x
Chugoku El. Power	50.8	6.6%	9%	Aa1	AA- stable	2'213	3.2x
Hokkaido El. Power	25.8	3.4%	19%	Aa1	N.R.	900	2.1x
Hokuriku El. Power	24.2	3.1%	13%	Aa1	N.R.	1'055	2.6x
Shikoku El. Power	23.3	3.0%	29%	Aa1	AA- stable	873	1.7x
Total	768.6	100.0%	22%			29'947	
EDF	355.2		ca. 75%	Aaa	AAA stable		
Total Schweizer EWs	48.7		ca. 40%	--	--		

(*-) Auf Watchliste für mögliche Rückstufung (Länderrating Japan)

N.R.: not rated / kein Rating

Quelle: Bloomberg, Tokyo Electric Power: TEPCO Illustrated 1997

Strategische Bedeutung, sehr stark regulierte Aktivitäten

Strom wird in Japan im Wesentlichen aus thermischen Energieträgern (fossil, nuklear) erzeugt, die praktisch vollständig importiert werden müssen. Aus diesem Grund ergibt sich auch die besondere strategische Bedeutung des Stromsektors für die japanische Volkswirtschaft. Stromgesellschaften sind zwar Aktiengesellschaften mit privaten Aktionären (Listing in der 1. Sektion der Tokyoter Börse), die operativen Entscheide werden aber massgeblich vom zuständigen Ministerium (Ministry of International Trade and Industry MITI) beeinflusst. Dieses genehmigt Investitionen und unterstützt den Bau von Anlagen mit grossen

**Marktliberalisierung
mit geringen
strukturellen
Auswirkungen**

Darlehen der Japanischen Entwicklungsbank. Ausserdem setzen sie Behörden die Preise auf einer «Cost-plus»-Basis fest. Schwankungen in den Brennstoffkosten (Öl, Gas, Uran) können somit auf die Konsumenten überwältzt werden.

Auch Japan hat erste Schritte zur Liberalisierung der Energiemärkte unternommen. Industriekunden haben die Möglichkeit, ihre Lieferanten selber zu wählen. Unabhängige Produzenten sollen dabei ihren Strom frei verkaufen können. Aus folgenden Gründen wird das auf absehbare Zeit keine materielle Auswirkung auf die Kreditqualität der Stromkonzerne haben:

1. die Insellage verhindert grösseren Stromhandel mit Nachbarländern (z.B. Korea, China). Das ist zum Beispiel ein wesentlicher Unterschied zum Schweizer Elektrizitätsmarkt.
2. Die dichte Besiedlung und die Schwierigkeit zur Beschaffung von Brennstoff (muss weitgehend importiert werden) wird keinen Aufbau von Kapazität im grösseren Stil durch unabhängige Produzenten erlauben. Diese werden wohl v.a. auf Industriebetriebe begrenzt bleiben, die Strom aus Prozesswärme wieder ins Netz einspeisen. Die Kosten/Erzeugungsstruktur der führenden Gesellschaften ist ähnlich, womit keine grössere Konkurrenzsituation untereinander entstehen dürfte.
3. Es ist keine Aufteilung dieser Stromkonzerne oder auch nur ein sogenanntes «Unbundling» (Erzeugung, Übertragung, Verteilung) geplant. Übertragung und Verteilung als typische Monopolfunktionen bleiben den Gesellschaften also auf jeden Fall erhalten.

**Geringes operatives
Risiko kompensiert
schwache
Kapitalisierung**

Alle Gesellschaften sind im internationalen Vergleich schwach kapitalisiert. Das würde sie beispielsweise bei steigenden Finanzierungskosten verletzlich machen. Unserer Einschätzung nach, die übrigens von Moody's und S&P geteilt wird, kompensiert das günstige regulatorische Umfeld und das damit geringe operative Risiko diese Schwäche. Die Kreditratings liegen deshalb bei beiden Agenturen auf dem Niveau, bzw. nur unwesentlich unter dem Länderrating Japans. Weil das spezifische Schuldnerisiko dieser Emittenten unseres Erachtens sehr beschränkt ist, sollten CHF-Obligationen speziell für die grossen Emittenten (TEPCO, Kansai, Chubu) nicht mehr als ca. 20 Bp über Anleihen mit Regierungsgarantie Japans rentieren.

Limitierte Liquidität

Die Liquidität im Schweizer Kapitalmarkt ist für japanische Elektrizitätsgesellschaften limitiert. Die einzige Anleihe, bei der momentan Handelsaktivität verzeichnet werden kann, ist die 4 ¼% Kyushu Electric Power 2002, welche bei 105.75 mit 50 Basispunkten über Swap rentiert.

CREDIT SUISSE FIRST BOSTON

Fixed Income Research Team Zurich

Dr. Theresia Tolxdorff	Swiss Equity & Fixed Income Research	+41 1 333 52 15
Misha Weber	Credit Research	+41 1 333 67 10
Kurt Hess	Bonitätsanalyst	+41 1 333 24 15
Peter Jeggli	Bonitätsanalyst	+41 1 333 66 20
Dr. Beat Schwab	Fixed Income Trading Research	+41 1 333 66 47
Adam Beaudin	Zins- und Devisenanalyst	+41 1 333 59 14
Christoph Fehr	Zinsanalyst	+41 1 333 34 62
Daniel Gerber	Technischer Analyst	+41 1 333 77 08
	Credit Suisse Economic Research	
Thomas Heller	Ökonom	+41 1 333 66 56

This material was produced and distributed in Europe by Credit Suisse First Boston ('CSFB'), Zurich. It is distributed in the United States by Credit Suisse First Boston Corporation, in Japan by Credit Suisse First Boston Securities (Japan) Limited, and elsewhere in the world by CSFB, or an authorized affiliate of CSFB (such entities and their associate persons, the "Companies"). The Companies may, to the extent permitted by law, participate or invest in other financing transactions with the issuer of the Securities referred to herein (the "Securities"), perform services for or solicit business from such issuers, and/or have a position or effect transactions in the securities or options thereof. CSFB may to the extent permitted by applicable Swiss law and other applicable law or regulation, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients.

This document is not to be used or considered as an offer to sell or solicitation of an offer to buy securities. Information and opinions contained herein have been compiled or arrived at by CSFB from sources believed to be reliable, but none of the Companies accepts liability for any loss arising from the use hereof or makes any representations as to their accuracy or completeness. This document is not to be relied upon as such or used in substitution for the exercise of independent judgment. Unless otherwise permitted by law in the applicable jurisdiction, only authorized affiliates of CSFB will effect orders for securities from customers in such jurisdiction.

Additional note to US Investors: Credit Suisse First Boston Corporation is distributing this document in the United States and, in connection therewith, accepts responsibility for its contents. Any US customer wishing to effect a transaction in any security should do so only by contacting a representative of Credit Suisse First Boston Corporation in the US.