

Fitch оставил рейтинги Самрук-Энерго в списке Rating Watch «Негативный»

08 Aug 2014 10:44 AM

--08 August 2014: (перевод с английского языка)

Fitch Ratings-Лондон/Москва-08 августа 2014 г. Fitch Ratings оставил в списке Rating Watch «Негативный» рейтинги АО Самрук-Энерго, Казахстан, включая долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») в иностранной валюте «BBB». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения. Статус Rating Watch «Негативный» отражает неопределенность относительно готовности государства поддерживать показатели кредитоспособности компании, одновременно поощряя ее нацеленность на приобретения активов и капиталоемкую стратегию. Fitch проведет переоценку связей между Самрук-Энерго и конечным единственным акционером компании, Республикой Казахстан, после того как будет определена окончательная структура финансирования недавнего крупного приобретения, ТОО Экибастузская ГРЭС-1. В случае ослабления связей возможно увеличение разницы между рейтингами государства («BBB+»/ «A-»/прогноз «Стабильный») и группы. В настоящее время долгосрочный РДЭ компании в иностранной валюте «BBB» на один уровень ниже суверенного рейтинга («BBB+»/прогноз «Стабильный»).

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Финансирование приобретений

Недавнее приобретение компанией Самрук-Энерго 50% в ТОО Экибастузская ГРЭС-1 финансировалось в основном за счет заимствований, что привело к ухудшению показателей кредитоспособности. Однако финальная структура финансирования может включать значительное незаемное фондирование, так как половина заимствований на это приобретение может быть конвертирована в капитал.

Самрук-Энерго приобрел 50% в Экибастузской ГРЭС-1 у Казахмыса за 221 млрд. тенге (1,3 млрд. долл.), предоставленные единственным прямым акционером компании, Фондом национального благосостояния Самрук-Казына («BBB+»/прогноз «Стабильный»), который находится в 100-процентной собственности государства. Самрук-Энерго профинансировало эту сделку за счет кредита на 200 млрд. тенге от Самрук-Казыны и капитала в размере 21 млрд. тенге, также полученного от Самрук-Казыны. Однако компания ожидает, что половина долга на 200 млрд. тенге будет конвертирована в капитал, а вторая половина – в субординированные облигации, однако окончательные параметры еще не раскрыты.

Fitch исключит рейтинг из списка Rating Watch «Негативный» после анализа влияния окончательной структуры финансирования на показатели кредитоспособности, когда станут известны детали сделки.

Рейтинговый подход «сверху-вниз»

Fitch продолжает применять к Самрук-Энерго рейтинговый подход «сверху-вниз»: долгосрочные РДЭ компании отсчитываются вниз от суверенных рейтингов Казахстана. Это отражает сильные стратегические, операционные и, в меньшей степени, юридические связи между государством и группой, согласно методологии агентства «Взаимосвязь между рейтингами материнской и дочерней структур». Прочность таких связей поддерживается стратегической значимостью компании для экономики Казахстана и взносами капитала, которые предоставляет государство для финансирования ее инвестиционных проектов.

Fitch пересмотрит прочность связей, после того как будут ясна окончательная структура финансирования приобретения и с учетом предоставления других форм господдержки. В случае ослабления связей возможно увеличение разницы между рейтингами компании и государства.

Fitch оценивает самостоятельную кредитоспособность Самрук-Энерго как соответствующую середине рейтинговой категории «В» (с учетом финансирования приобретений в основном за счет заемных средств).

Ослабление юридических связей

Самрук-Энерго продолжает получать поддержку от государства, включая взносы капитала и передачу активов, однако ослабляется прочность юридических связей (например, госгарантии по долгу), которые являются ключевым фактором для существующей разницы между рейтингами компании и государства в один уровень. Доля долга с полной госгарантией (напрямую от государства или через Самрук-Казыну) в общем портфеле долга Самрук-Энерго сократилась до 13% в конце 2013 г. с 19% в 2012 г. ввиду увеличения общего долга.

В 2010 г. Самрук-Казына предоставила гарантию по кредитам одному из совместных предприятий Самрук-Энерго. Также компания получила от государства взносы капитала на сумму 111 млрд. тенге в 2008-2013 гг. и ожидает получить около 103 млрд. тенге в 2014-2018 гг. на модернизацию АлЭС и Балхашской ТЭС, а также на финансирование приобретения Экибастузской ГРЭС-1.

Самрук-Казына собирается предложить населению страны миноритарную долю в Самрук-Энерго в ходе народного IPO в 2015 г. При этом ожидается, что Самрук-Казына и правительство сохранят мажоритарную долю в Самрук-Энерго и продолжат поддерживать компанию, как минимум, в течение рейтингового горизонта.

Стратегическая значимость

Прочность стратегических связей подкрепляется доминирующей рыночной позицией Самрук-Энерго. Компания контролирует 47% суммарной установленной мощности в Казахстане и около трети от суммарной производимой электроэнергии, а также эксплуатирует 70 тыс. км линий электропередач, и на ее долю приходится 38% от общей добычи угля в стране.

Показатели кредитоспособности под давлением

Fitch ожидает, что скорректированный валовый левередж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) у Самрук-Энерго останется высоким, на

уровне более 6x в 2014-2018 гг. (5x в 2013 г.), а обеспеченность постоянных платежей по FFO ухудшится до менее 3x к 2015 г. (6x в 2013 г.). Это обусловлено интенсивной программой капиталовложений в размере 494 млрд. тенге (2,7 млрд. долл.) в 2014-2018 гг. Прогноз также исходит из влияния приобретения Экибастузской ГРЭС-1, которое было осуществлено в основном за счет долгового финансирования. Fitch ожидает, что компания продолжит генерировать хороший и стабильный операционный денежный поток в 2014-2018 гг. ввиду увеличения тарифов и стабильного потока дивидендов от своих СП. Однако в то же время агентство прогнозирует, что свободный денежный поток останется отрицательным в указанный период ввиду капиталоемкой деятельности. Мы рассматриваем дивидендную политику компании как консервативную, хотя выплаты дивидендов повысились до 20% в 2013 г. с 15% в 2012 г.

Потенциальная продажа активов

В апреле 2014 г. правительство Казахстана одобрило список 106 компаний на приватизацию в 2014-2016 гг. Продажа активов одобрена государством и нацелена на повышение конкуренции в электроэнергетике Казахстана. Условия и ценовые параметры продажи таких активов еще не разглашены. Девять из этих компаний принадлежат Самрук-Энерго. Это АО Мангистауская распределительная электросетевая компания (далее – «МРЭК», «ВВ+»/прогноз «Стабильный»), АО Актобе ТЭЦ, АО Жамбылская ГРЭС, АО Восточно-Казахстанская Региональная Энергетическая Компания, ТОО Шыгысэнерготрейд, АО Алатау Жарық, ТОО АлматыЭнергоСбыт, АО Алматинские электрические станции и ТОО Тегис Мунай. Исходя из оценок Fitch, ожидается, что на эти активы будет приходиться 68% выручки и 31% EBITDA группы в 2014-2018 гг. Эти активы составляли 6,3% общего долга по состоянию на конец 2013 г.

Долг, приоритетный при погашении

Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте на один уровень ниже долгосрочного РДЭ Самрук-Энерго в иностранной валюте ввиду структурной и контрактной субординации в структуре долга группы. Доля обеспеченного долга и обязательств с более высокой очередностью на уровне операционных компаний в общем объеме долга, а также отношение долга с более высокой очередностью к EBITDA группы сократилось за истекший период 2014 года ввиду приобретения Экибастузской ГРЭС-1, которое было профинансировано на уровне холдинговой компании. Fitch рассмотрит приведение приоритетного необеспеченного рейтинга в соответствие с РДЭ группы, если, в дополнение к сокращению долга с более высокой очередностью, группа обеспечит более высокую ясность и последовательность в своей финансовой политике и управлении долгом.

ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

Fitch рассматривает ликвидность у Самрук-Энерго как адекватную. На конец 2013 г. неограниченные в использовании денежные средства и эквиваленты у Самрук-Энерго составляли 54,2 млрд. тенге (без учета денежных средств, находящихся в Альянс Банке, рейтинг «RD»), что было достаточным для покрытия долга с короткими сроками до погашения в размере 11,3 млрд. тенге. Компания имеет достаточно сбалансированную структуру долга по срокам погашения, так как пик погашений наступает лишь в 2017 г. (около 93 млрд. тенге, это выплаты по еврооблигациям объемом 500 млн. долл.). Fitch ожидает отрицательный

свободный денежный поток, поскольку существенная инвестиционная программа продолжит увеличивать потребности в финансировании.

Почти все денежные средства группы размещены в казахстанских банках. Мы считаем, что доступ компании к ликвидности для ведения текущей деятельности, вероятно, будет достаточным, однако полный доступ ко всем денежным средствам, находящимся в казахстанских банках, может быть ограниченным. Кроме того, Самрук-Энерго подвержена валютному риску, так как 29% ее долга на конец 1 полугодия 2014 г. было номинировано в долларах США, в то время как основная часть выручки и расходы – в национальной валюте. Недавняя девальвация тенге усилит давление на показатели кредитоспособности компании.

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

Негативные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут привести к негативному рейтинговому действию, включают:

- Негативное действие по суверенному рейтингу
- Уменьшение государственной поддержки

Рейтинги имеют статус Rating Watch «Негативный». Как следствие, агентство в настоящее время не ожидает с существенной вероятностью событий, которые вместе или в отдельности могли бы привести к повышению рейтинга. Будущие события, которые, тем не менее, могут привести к позитивному рейтинговому действию, включают:

- Позитивное действие по суверенному рейтингу
- Увеличение господдержки (например, гарантии от государства по более значительной части долга компании)
- Существенное сокращение структурной и контрактной субординации в структуре долга группы наряду со следованием четко определенной политике управления долгом, что было бы позитивным для приоритетных необеспеченных рейтингов. В своем комментарии по суверенному рейтингу Казахстана, конечной материнской структуры Самрук-Энерго, от 9 мая 2014 г. Fitch указывало следующие факторы, которые могут влиять на рейтинги страны в будущем:

«Стабильный» прогноз отражает мнение Fitch, что позитивные факторы и риски для рейтинга в настоящее время хорошо сбалансираны. Основные факторы, которые в отдельности или вместе могут привести к рейтинговому действию:

Позитивные рейтинговые факторы:

- Значительное укрепление государственного баланса в среднесрочной перспективе
- Эффективная реструктуризация банковских балансов
- Закрепление низкой и стабильной инфляции при более гибком режиме валютного курса
- Улучшения в сфере управления и институциональной среды.

Негативные рейтинговые факторы:

- Отход от консервативной политики, который привел бы к устойчивому сокращению суверенных активов

- В случае серьезного продолжительного шока по ценам на сырьевые товары, это оказало бы негативное воздействие на платежный баланс и государственные финансы
- Чрезмерный рост кредитования и неадекватное управление рисками в банковском секторе
- Событие из области политического риска.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте «BBB» оставлен в списке Rating Watch «Негативный»

Долгосрочный РДЭ в национальной валюте «BBB+» оставлен в списке Rating Watch «Негативный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте «F3» оставлен в списке Rating Watch «Негативный»

Национальный долгосрочный рейтинг «AAA(kaz)» оставлен в списке Rating Watch «Негативный»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте «BBB-» оставлен в списке Rating Watch «Негативный»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте «BBB» оставлен в списке Rating Watch «Негативный»

Национальный приоритетный необеспеченный рейтинг «AA+(kaz)» оставлен в списке Rating Watch «Негативный».

Контакты:

Ведущий аналитик

Элина Кулиева

Младший директор

+7 495 956 9901

Главный аналитик

Ангелина Валавина

Старший директор

+44 20 3530 1314

Fitch Ratings Limited

30, Норт Колоннейд

Лондон E14 5GN

Председатель комитета

Аркадиуш Вицик

Старший директор

+48 22 338 62 86

Контакты для прессы в Москве: Юлия Бельская фон Телль, Москва, тел.: + 7 495 956 9908/9901, julia.belskayavontell@fitchratings.com

Media Relations: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel: +7 495 956 9908, Email: julia.belskayavontell@fitchratings.com.

Дополнительная информация представлена на сайтах www.fitchratings.com и www.fitchratings.ru. В регулятивных целях для различных юрисдикций указанный

выше главный аналитик считается первым аналитиком по эмитенту, а ведущий аналитик – вторым аналитиком по эмитенту.

Применимые рейтинговые критерии представлены на сайте www.fitchratings.com: см. «Рейтингование корпоративных эмитентов» (Corporate Rating Methodology) от 28 мая 2014 г.

Информация о том, были ли рейтинги запрошены эмитентом, приведена по ссылке: [Solicitation Status](#)