

Fitch Ratings

Fitch понизило рейтинг Самрук-Энерго до уровня «BBB-», прогноз

«Стабильный» Ratings Endorsement Policy

11 Nov 2014 8:29 AM (EST)

Fitch Ratings-Moscow-11 November 2014: (перевод с английского языка)

Fitch Ratings-Лондон/Варшава-07 ноября 2014 г. Fitch Ratings понизило рейтинги АО Самрук-Энерго, Казахстан, в том числе долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») в иностранной валюте с уровня «BBB» до «BBB-» и приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте с уровня «BBB-» до «BB+». Прогноз по долгосрочным рейтингам – «Стабильный». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

Понижение рейтингов отражает ослабление юридических связей Самрук-Энерго с единственным непрямым акционером компании, Казахстаном («BBB+»/прогноз «Стабильный»), ввиду снижения доли долга с госгарантией. Доля долга с гаранцией от государства была основным фактором, обуславливавшим разницу между рейтингами суверенного эмитента и компании в один уровень. После понижения долгосрочные РДЭ Самрук-Энерго находятся на два уровня ниже суверенных рейтингов.

Мы оставили разницу в один уровень между приоритетными необеспеченными рейтингами и долгосрочными РДЭ ввиду развивающейся финансовой политики и политики управления долгом, а также ожидаемых изменений структуры группы в результате запланированных продаж активов и стратегии приобретений у компании.

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Ослабление юридических связей

Понижение рейтингов отражает увеличение с одного до двух уровней разницы между рейтингами Самрук-Энерго и ее единственного прямого акционера, АО Фонд национального благосостояния Самрук-Казына («BBB+»/прогноз «Стабильный») и, в конечном итоге, государства, которому принадлежит 100% в Самрук-Казыне. Это отражает нашу переоценку юридических, операционных и стратегических связей между компанией и ее единственным акционером.

Хотя мы продолжаем рассматривать операционные и стратегические связи как сильные, юридические связи ослабли, так как доля долга с полной госгарантией (напрямую от государства или через Самрук-Казыну) в общем портфеле долга Самрук-Энерго сократилась до 9% по состоянию на октябрь 2014 г. с 19% на конец 1 полугодия 2012 г. ввиду увеличения долга без гарантии, в том числе долга от Самрук-Казыны. Кроме того, по долгу компании не предусмотрены какие-либо положения по кросс-дефолту. Мы расцениваем сильные юридические связи как ключевой фактор для увязывания рейтингов компаний с рейтингом акционера или для рейтингования компаний на один уровень ниже, чем акционера.

Государственная поддержка обуславливает рейтинговый подход «сверху-вниз»

Мы продолжаем рассматривать операционные и стратегические связи Самрук-Энерго с Самрук-Казыной и, в конечном итоге, государством как сильные, что обуславливает применение рейтингового подхода «сверху-вниз»: долгосрочные РДЭ компании отсчитываются вниз от суверенных рейтингов Казахстана. Прочность таких связей поддерживается за счет стратегической значимости компании для экономики Казахстана, так как Самрук-Энерго контролирует около половины суммарной установленной электрической мощности в Казахстане, а также за счет одобрения государством стратегии и программы капиталовложений компании и существенной финансовой поддержки от государства в форме взносов капитала, предоставления активов, субординированных кредитов и субсидий. Самрук-Энерго получила от государства взносы капитала на сумму 111 млрд. тенге в 2008-2013 гг., и 121 млрд. тенге в 2014 г. на финансирование приобретения Экибастузской ГРЭС-1 и ожидает получить около 82 млрд. тенге в 2015-2018 гг. на модернизацию АлЭС и Балхашской ТЭС. Кроме того, компания получила около 134 млрд. тенге в 2008-2013 гг. в форме передачи активов.

Ограниченнное влияние планируемого IPO

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.

Финансирование приобретений

Недавнее приобретение 50% в ТОО Экибастузская ГРЭС-1 за 236,7 млрд. тенге (1,3 млрд. долл.) компанией Самрук-Энерго изначально полностью финансировалось за счет кредита от акционера, Самрук-Казыны. Самрук-Энерго проводит рефинансирование этого кредита за счет взноса капитала на 121 млрд. тенге, полученного от государства в октябре 2014 г., и эмиссии субординированных облигаций на 100 млрд. тенге в конце 2014 г. - начале 2015 г., которые будут приобретены Самрук-Казыной. Так как финальная документация по субординированным облигациям еще не доступна, в настоящее время мы рассматриваем их в своем финансовом анализе на 100% как долг. Мы ожидаем значительного вклада Экибастузской ГРЭС-1 в EBITDA группы с 2014 г. и конвертации около половины кредита на приобретение в капитал, что обеспечит преимущественно нейтральное влияние на кредитоспособность группы.

Кредитоспособность на самостоятельной основе в категории «В»

Мы оцениваем самостоятельную кредитоспособность Самрук-Энерго как соответствующую середине рейтинговой категории «В», что отражает слабые показатели кредитоспособности, которые балансируются сильным профилем бизнеса. По нашим прогнозам, скорректированный валовый левередж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) у Самрук-Энерго в 2015 г. будет на уровне 2013 года (5,2x) и останется заметно выше 5x в 2015-2018 гг., а обеспеченность постоянных платежей по FFO ухудшится до уровня менее 3x к 2016 г. (6,3x в 2013 г.). Это обусловлено интенсивной программой капиталовложений в размере 486 млрд. тенге (2,7 млрд. долл.) в 2014-2018 гг. Такой прогноз основан на нашем подходе к планируемой эмиссии субординированных облигаций для приобретения Экибастузской ГРЭС-1, которую мы рассматриваем на 100% как долг.

Жесткий ковенант по левереджу

Мы рассматриваем финансовый ковенант по отношению долга к EBITDA менее 4,5x с 2014 г., установленный в кредитном соглашении с ЕБРР, как жесткий с учетом слабых финансовых показателей Самрук-Энерго. По нашим оценкам, показатели левереджа, основанные на EBITDA, вероятно, будут тестировать этот ковенант в 2014 г., а затем он, вероятно, может быть нарушен в 2015-2018 гг. Поэтому если уровень ковенанта не будет пересмотрен или если компания не получит дополнительную финансовую поддержку от государства для улучшения своего финансового профиля, то Самрук-Энерго, скорее всего, неоднократно превысит данный ковенант по левереджу. Это будет более точно отражать самостоятельные позиции компании, соответствующие середине категории «В», чем рейтинг инвестиционного уровня.

Долг, приоритетный при погашении

Показатель обеспеченного и приоритетного при погашении долга на уровне операционных компаний улучшился и стал ниже порогового значения Fitch в 2x EBITDA, на уровне более 1x EBITDA группы за 2014 г. В то же время приоритетные необеспеченные рейтинги в иностранной и национальной валюте продолжают быть на один уровень ниже долгосрочных РДЭ Самрук-Энерго в иностранной и национальной валюте соответственно ввиду недостаточной ясности и последовательности финансовой политики и политики управления долгом группы, которые в настоящее время пересматриваются наряду с долгосрочной стратегией компании, а также ожидаемых изменений в структуре группы с учетом планируемых продаж активов и стратегии компании по проведению приобретений.

Генерация продолжает доминировать, несмотря на интеграцию

Позитивным моментом для рейтингов Самрук-Энерго на самостоятельной основе является постепенное движение в сторону вертикальной интеграции (виды деятельности охватывают сферы от добычи угля до генерирования и передачи/распределения электрической и тепловой энергии). Fitch ожидает, что генерирующий сегмент останется основным фактором, определяющим денежный поток группы. Ожидается, что приобретение Экибастузской ГРЭС-1 увеличит долю генерации в EBITDA Самрук-Энерго до 84% (без учета доходов от ассоциированных компаний) в 2014 г. по сравнению с около 60% в 2013 г.

Потенциальная продажа активов

В апреле 2014 г. правительство Казахстана одобрило список 106 компаний на приватизацию в 2014-2016 гг. Условия и ценовые параметры продажи таких активов еще не объявлены. Девять из этих компаний принадлежат Самрук-Энерго. По оценкам Fitch, ежегодный вклад этих компаний составляет в среднем 68% выручки и 31% EBITDA группы в 2014-2018 гг., а их долг был равен 6,3% всего долга группы на конец 2013 г. Наши финансовые прогнозы не учитывают потенциальные продажи активов.

Благоприятные тарифы в настоящее время

С 2013 г. электросетевые компании в Казахстане ведут деятельность в соответствии с трехлетними тарифами, утвержденными до 2016 г. и определенными посредством бенчмаркингового механизма. Мы считаем, что более долгосрочные тарифы формируют основу для более четких правил и более стабильной операционной среды, и введение бенчмаркингового механизма должно мотивировать компании повышать эффективность, поддерживая их операционные показатели. Переход к конкурентному дерегулированному рынку для генерирующих компаний вряд ли произойдет до 2016 г. Власти Казахстана ожидают внедрить рынок электрической мощности, который должен обеспечить экономически приемлемую отдачу на инвестиции и создать стимулы для строительства новых генерирующих активов или для расширения существующих мощностей.

ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

На конец 1 полугодия 2014 г. располагаемые денежные средства у Самрук-Энерго составляли 59,2 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 28 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.). В то же время Fitch ожидает отрицательный свободный денежный поток в 2014-2018 гг. ввиду существенной инвестиционной программы.

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. В результате в нашем анализе мы фокусируемся на показателях валового, а не чистого левереджа. На конец 2013 г. 98% денежных средств группы находилось на уровне холдинговой компании.

Самрук-Энерго подвержена валютному риску, поскольку на конец 1 полугодия 2014 г. около 29% суммарного долга было в долларах США, в то время как остальной долг номинирован в тенге. Выручка и операционные расходы компании в основном номинированы в тенге.

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

Позитивные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут привести к позитивному рейтинговому действию, включают:

- Позитивное суверенное рейтинговое действие
- Укрепление юридических связей (например, госгарантии по более значительной части долга компании и/или положение о кросс-дефолте)
- Четко определенная политика управления долгом, которая предусматривает централизованную функцию управления долгом, что было бы позитивным для приоритетных необеспеченных рейтингов.

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

- Негативное суверенное рейтинговое действие
- Уменьшение государственной поддержки.

В своем комментарии по суверенному рейтингу Казахстана, конечной материнской структуры Самрук-Энерго, от 7 ноября 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 сбалансированы. Основные факторы, которые в отдельности или вместе могут привести к рейтинговому действию:

Позитивные рейтинговые факторы:

- Шаги, направленные на снижение уязвимости государственных финансов к резким негативным изменениям цены на нефть, например, за счет сокращения дефицита ненефтяного бюджета
- Эффективная реструктуризация банковских балансов
- Закрепление низкой и стабильной инфляции при более гибком режиме валютного курса
- Существенные улучшения в сфере управления и институциональной среды.

Негативные рейтинговые факторы:

- Проведение политики, которая привела бы к устойчивому сокращению суверенных активов или снижению экономической или финансовой стабильности
- Продолжительный шок по ценам на сырьевые товары
- Возобновление ослабления банковского сектора и проявление условных обязательств
- Событие из области политического риска.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ ПО САМРУК-ЭНЕРГО

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте понижен с уровня «BBB» до «BBB-», исключен из списка Rating Watch «Негативный», прогноз «Стабильный»

Долгосрочный РДЭ в национальной валюте понижен с уровня «BBB+» до «BBB», исключен из списка Rating Watch «Негативный», прогноз «Стабильный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «F3», исключен из списка Rating Watch «Негативный»

Национальный долгосрочный рейтинг понижен с уровня «AAA(kaz)» до «AA+(kaz)», исключен из списка Rating Watch «Негативный», прогноз «Стабильный»
Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте понижен с уровня «BBB-» до «BB+», исключен из списка Rating Watch «Негативный»
Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте понижен с уровня «BBB» до «BBB-», исключен из списка Rating Watch «Негативный»
Национальный приоритетный необеспеченный рейтинг понижен с уровня «AA+(kaz)» до «AA(kaz)», исключен из списка 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 Вицек
Старший директор
+48 22 338 62 86

Контакты для прессы в Москве:
Ксения Иванова, Москва, тел.: + 7 495 956 6810/9901, ksenia.ivanova@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](#)

НА ВСЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ FITCH РАСПРОСТРАНЯЮТСЯ ОПРЕДЕЛЕННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДИСКЛЕЙМЕРЫ. МЫ ПРОСИМ ВАС ОЗНАКОМИТЬСЯ С ЭТИМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ И ДИСКЛЕЙМЕРАМИ ПО ССЫЛКЕ: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). КРОМЕ ТОГО, ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ И УСЛОВИЯ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДОСТУПНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ ИНТЕРНЕТ-САЙТЕ АГЕНТСТВА WWW.FITCHRATINGS.COM. НА САЙТЕ В ПОСТОЯННОМ ДОСТУПЕ ТАКЖЕ РАЗМЕЩЕНЫ СПИСКИ ОПУБЛИКОВАННЫХ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИИ ПРИСВОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ. В РАЗДЕЛЕ «КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ» САЙТА НАХОДЯТСЯ КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ FITCH, ПОЛИТИКА АГЕНТСТВА В ОТНОШЕНИИ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ, КОНФЛИКТОВ ИНТЕРЕСОВ, «КИТАЙСКОЙ СТЕНЫ» МЕЖДУ АФФИЛИРОВАННЫМИ СТРУКТУРАМИ, ПОЛИТИКА НАДЗОРА ЗА СОБЛЮДЕНИЕМ УСТАНОВЛЕННЫХ ПРАВИЛ И ПРОЧЕЕ. РУССКОЯЗЫЧНЫЕ ВЕРСИИ ОПРЕДЕЛЕНИЙ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИЙ ИХ ПРИСВОЕНИЯ, СПИСКОВ РЕЙТИНГОВ И АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ ПО ЭМИТЕНТАМ РОССИИ И СНГ РАЗМЕЩЕНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ РУССКОЯЗЫЧНОМ САЙТЕ АГЕНТСТВА WWW.FITCHRATINGS.RU. FITCH МОГЛО ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ДРУГИЕ РАЗРЕШЕННЫЕ УСЛУГИ РЕЙТИНГУЕМОМУ ЭМИТЕНТУ ИЛИ СВЯЗАННЫМ С НИМ ТРЕТЬИМ СТОРОНАМ. ИНФОРМАЦИЯ О ДАННЫХ УСЛУГАХ ПРИМЕНЯЕТСЯ К РЕЙТИНГАМ, ПО КОТОРЫМ ВЕДУЩИЙ АНАЛИТИК БАЗИРУЕТСЯ В ЮРИДИЧЕСКОМ ЛИЦЕ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННОМ В ЕС, ПРЕДСТАВЛЕНА НА КРАТКОЙ СТРАНИЦЕ ПО ЭМИТЕНТУ НА ВЕБСАЙТЕ FITCH.

[Additional Disclosure](#)
[Solicitation Status](#)

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK:
[HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE 'CODE OF CONDUCT' SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2014 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries.