

FitchRatings

Tagging Info

Fitch поместило рейтинги Самрук-Энерго в список Rating Watch

«Негативный» Ratings Endorsement Policy
12 Feb 2014 6:47 AM (EST)

Fitch Ratings-Moscow-12 February 2014: (перевод с английского языка)

Fitch Ratings-Москва/Лондон-11 февраля 2014 г. Fitch Ratings поместило под наблюдение в список 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 потенциальное уменьшение государственной поддержки Самрук-Энерго ввиду сокращения доли госгарантий в общем объеме долга компании. Кроме того, статус Rating Watch «Негативный» отражает неопределенность относительно готовности государства поддерживать показатели кредитоспособности компании на хорошем уровне, при этом поощряя ее капиталоемкую стратегию и нацеленность на приобретения активов.

После того как будет определена структура финансирования потенциального приобретения, Fitch проведет переоценку связей между Самрук-Энерго и конечным единственным акционером компании, Республикой Казахстан. В случае ослабления связей возможно увеличение разницы между рейтингами государства («BBB+»/прогноз «Стабильный») и группы.

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Финансирование приобретений – проверка господдержки

Если потенциальное приобретение компанией Самрук-Энерго 50% в ТОО Экибастузская ГРЭС-1 будет полностью финансироваться за счет заимствований, это вызовет продолжительное ухудшение кредитоспособности Самрук-Энерго, несмотря на ожидаемый существенный вклад такого приобретения в EBITDA группы. По прогнозам Fitch, такой шаг может привести к нарушению в 2014 г. кovenанта по левереджу (4,5x), который включен в документацию по кредиту от ЕБРР.

Fitch будет рассматривать финансирование такого приобретения как проверку готовности и способности государства предоставлять своевременную поддержку Самрук-Энерго и поддерживать показатели кредитоспособности компании на хорошем уровне. Это особенно важно в свете капиталоемкой стратегии компании и ее нацеленности на приобретения при ограниченной финансовой гибкости. Fitch полагает, что, если приобретение Экибастузской ГРЭС-1 будет финансироваться полностью за счет заимствований, это будет указывать на уменьшение готовности государства предоставлять финансовую поддержку, а также показывать предпочтительную структуру фондирования других потенциальных приобретений.

Ожидается, что АО Фонд национального благосостояния Самрук-Казына («BBB+»/прогноз «Стабильный»), которое находится в 100-процентной собственности государства и является единственным прямым акционером Самрук-Энерго, приобретет 50% в Экибастузской ГРЭС-1 у Казахмыса за 200 млрд. тенге, предоставляемые государством, а затем передаст этот актив в Самрук-Энерго. Рассматриваются два варианта финансирования этой сделки: взнос капитала в Самрук-Энерго (возможно через выпуск привилегированных акций) или заемное финансирование через выпуск долгосрочных облигаций на благоприятных условиях, которые будут приобретены Самрук-Казыной.

Рейтинговый подход «сверху-вниз»

Fitch продолжает применять к Самрук-Энерго рейтинговый подход «сверху-вниз»: долгосрочные РДЭ компаний отчитываются вниз от суверенных рейтингов Казахстана («BBB+»/прогноз «Стабильный»). Это отражает довольно 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 определены условия приобретения и с учетом предоставления других форм господдержки. В случае ослабления связей возможно увеличение разницы между рейтингами компании и государства.

Кроме того, Fitch полагает, что самостоятельные деловые и финансовые показатели Семирек-Энерго ухудшились ввиду более слабой кредитоспособности в 2012-2016 гг. (исходя из финансирования приобретения за счет долга), до середины рейтинговой категории «В», относительно сопоставимых эмитентов в России и Казахстане.

Сохранение государственной поддержки

Семирек-Энерго продолжает получать поддержку от государства, включая взносы капитала и передачу активов, однако ослабляется прочность юридических связей (например, госгарантии по долгам), что является ключевым фактором для существующей разницы между рейтингами компании и государства на один уровень.

Доля долга с полной госгарантией (напрямую от государства или через Семирек-Казыну) в общем портфеле долга Семирек-Энерго сократилась до 12% в конце 1 половины 2013 г. с 19% в 1 полугодии 2012 г. ввиду увеличения общего долга. Кроме того, Семирек-Казына предоставила гарантию по кредитам одному из совместных предприятий Семирек-Энерго.

В то же время компания получила от государства взносы капитала на сумму 95 млрд. тенге в 2008-2012 гг. и ожидала получения около 11 млрд. тенге в 2013 г. и еще 61 млрд. тенге в 2014-2016 гг. на модернизацию АлЭС и Балхашской ТЭС. Кроме того, компания получила около 123 млрд. тенге в 2008-2012 гг. и 11 млрд. тенге в 2013 г. в форме передачи активов.

Стратегическая значимость

Прочность стратегических связей подкрепляется доминирующей рыночной позицией Семирек-Энерго. Компания контролирует 47% суммарной установленной мощности в Казахстане и около трети от суммарной производимой электроэнергии, а также эксплуатирует 64 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 Семирек-Энерго останется высоким, на уровне более 6x в 2013-2016 гг., а обеспеченность постоянных платежей по FFO ухудшится до менее 4x к 2016 г. (6x в 2012 г.). Это обусловлено интенсивной программой капиталовложений в размере 300 млрд. тенге (около 2 млрд. долл.) в 2013-2015 гг. Прогноз также исходит из влияния потенциального приобретения Экибастузской ГРЭС-1 с привлечением долгового финансирования. Компания уже указала в отчетности повышение валового скорректированного левереджа по FFO до 7,8x в 2012 г. по сравнению с 4,6x в 2011 г., что было обусловлено главным образом выпуском еврооблигаций на сумму 500 млн. долл., поступления от которых были использованы для финансирования капиталовложений и оборотного капитала, а не для рефинансирования существующего долга.

В то время как мы ожидаем, что компания продолжит генерировать хороший и стабильный операционный денежный поток в 2013-2016 гг. ввиду увеличения тарифов и стабильного потока дивидендов от своих СП, мы прогнозируем, что свободный денежный поток останется отрицательным за указанный период ввиду капитализации деятельности. Мы рассматриваем дивидендную политику компании как консервативную.

Движение к вертикальной интеграции

Позитивным моментом для рейтингов Семирек-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: на его долю приходилось 56% EBITDA Семирек-Энерго за 1 полугодие 2013 г. (без учета доходов от ассоциированных компаний).

Благоприятные тарифы в настоящее время

С 2013 г. электросетевые компании в Казахстане ведут деятельность в соответствии с трехлетними тарифами, утвержденными до 2015 г. и определенными на основании 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.

Долг, приоритетный при погашении

Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте на один уровень ниже долгосрочного РДЭ Семирек-Энерго в иностранной валюте ввиду структурной и контрактной субординации в структуре долга группы. Хотя доля обеспеченного долга и обязательств с более высокой очередностью на уровне

операционных компаний сокращается с 2011 г. (63% всего долга на уровне Самрук-Энерго на конец 1 пол. 2013 г.), они по-прежнему составляли около 2x от прогнозируемой EBITDA группы за 2013 г. 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.

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 уровня 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 уровня 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.

ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

Fitch рассматривает ликвидность у Самрук-Энерго как адекватную. На конец 3 кв. 2013 г. денежные средства и эквиваленты у Самрук-Энерго составляли 57 млрд. тенге (без учета денежных средств, находящихся в Альянс Банке), что было достаточным для покрытия долга с короткими сроками до погашения в размере 11 млрд. тенге. Компания имеет достаточно сбалансированную структуру долга по срокам погашения с годовыми выплатами, составляющими в среднем 10 млрд. тенге до 2016 г., что отражает долгосрочный характер инвестиций компании. 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 каждодневной деятельности, вероятно, будет достаточным, однако полный доступ ко всем денежным средствам, находящимся в казахстанских банках, может быть ограниченным. Мы рассматриваем денежные средства компании, находящиеся в Альянс Банке (рейтинг «С»), как ограниченные. Кроме того, мы оцениваем валютный риск Самрук-Энерго как высокий, поскольку 60% ее долга на конец 3 кв. 2013 г. было номинировано в долларах США, в то время как основная часть выручки и расходы были в национальной валюте. Девальвация тенге, объявленная 11 февраля 2014 г., усилит давление на показатели кредитоспособности компании.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВ САМРУК-ЭНЕРГО

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте «BBB» помещен в список Rating Watch «Негативный»
Долгосрочный РДЭ в национальной валюте «BBB+» помещен в список Rating Watch «Негативный»
Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте «F3» помещен в список Rating Watch «Негативный»
Национальный долгосрочный рейтинг «AAA(kaz)» помещен в список Rating Watch «Негативный»
Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте «BBB-» помещен в список Rating Watch «Негативный»
Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте «BBB» помещен в список Rating Watch «Негативный»
Национальный приоритетный необеспеченный рейтинг «AA+(kaz)» помещен в список Rating Watch «Негативный».

Контакты:

Ведущий аналитик
Оксана Зуральская
Младший директор
+7 495 956 70 99

Главный аналитик
Ангелина Валавина
Старший директор

+44 20 3530 1314
Fitch Ratings Limited
30, Норт Колоннейд
Лондон E14 5GN

Председатель комитета
Джозеф Поспили
Старший директор
+44 20 3530 1287

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

Media Relations: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel: +7 495 956 9908, Email:
julia.belkskayavontell@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. методологию «Рейтингование корпоративных эмитентов» ("Corporate Rating Methodology") от 5 августа 2013 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 ДАННОЙ УСЛУГЕ 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.