

RatingsDirect®

Краткое обоснование изменения рейтинга:

АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Ведущий кредитный аналитик:

Сергей Горин, Москва (7) 495-783-4132; sergei.gorin@standardandpoors.com

Второй кредитный аналитик:

Елена Ананькина, Москва (7) 495-783-4130; elena.anankina@standardandpoors.com

Содержание

Резюме

Рейтинговое действие

Обоснование

Прогноз

Описание рейтингов (компоненты)

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

Краткое обоснование изменения рейтинга:

АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Резюме

- 9 февраля 2015 г. Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's понизила долгосрочные кредитные рейтинги Республики Казахстан по обязательствам в иностранной и национальной валюте с «BBB+» до «BBB».
- Вместе с тем мы по-прежнему отмечаем «высокую» вероятность предоставления АО «Самрук-Энерго» своевременной и достаточной экстренной финансовой поддержки со стороны Правительства Республики Казахстан ввиду того, что группа имеет сильные рыночные позиции и «прочные» связи с государством. Оценка характеристик собственной кредитоспособности компании (stand-alone credit profile – SACP) – «b+».
- В соответствии с нашей методологией присвоения рейтингов организациям, связанным с государством (ОСГ), мы понижаем кредитные рейтинги «Самрук-Энерго» до «BB/V» и «kzA+» вслед за понижением суверенных кредитных рейтингов Республики Казахстан.
- Прогноз «Стабильный» отражает наше мнение о том, что риски, связанные с выполнением масштабной инвестиционной программы, давление на характеристики кредитоспособности компании и высокий уровень долговой нагрузки компенсируются «высокой» вероятностью получения экстренной поддержки от государства, прочными рыночными позициями и преимуществами вертикальной интеграции.

Рейтинговое действие

19 февраля 2015 г. Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's понизила долгосрочный кредитный рейтинг и рейтинг по национальной шкале казахстанской государственной энергетической компании АО «Самрук-Энерго» с «BB+/kzAA-» до «BB/kzA+» соответственно. Прогноз изменения рейтингов – «Стабильный». В то же время мы подтвердили краткосрочный рейтинг компании на уровне «В».

Кроме того, мы понизили рейтинг выпуска приоритетных необеспеченных облигаций объемом 500 млн долл. сроком погашения в 2017 г. с «BB+» до «BB». Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта «4» остается неизменным.

Обоснование

Рейтинговое действие было предпринято после понижения суверенных кредитных рейтингов на одну ступень и отражает наше мнение о «высокой» вероятности предоставления «Самрук-Энерго» своевременной и достаточной экстренной финансовой поддержки со стороны Правительства Республики Казахстан в стрессовой финансовой ситуации (в соответствии с нашей методологией присвоения рейтингов организациям, связанным с государством, – ОСГ). Кроме того, позитивное влияние на рейтинг оказывают прочные рыночные позиции «Самрук-Энерго» (под управлением компании находится 47% установленных мощностей), а также наша оценка характеристик собственной кредитоспособности (stand-alone credit profile – SACP) группы на уровне «b+», определяемая «слабым» профилем бизнес-рисков и «агрессивным» профилем финансовых рисков.

АО «Самрук-Энерго» – вертикально интегрированная группа компаний, оперирующая в сфере добычи угля и производства, передачи и распределения электроэнергии.

Оценка профиля бизнес-рисков «Самрук-Энерго» как «слабого» отражает наше мнение о компании как о развивающейся корпоративной структуре, а также непродолжительную историю ее деятельности (в текущем виде), достаточно зрелые активы, неопределенность режима регулирования после 2015 г. и переходный период развития казахстанского электроэнергетического рынка. К числу позитивных факторов мы относим прочные рыночные позиции «Самрук-Энерго» в Казахстане, средние показатели рентабельности (которые выше, чем у сопоставимых компаний в странах СНГ) и высокий уровень вертикальной интеграции ввиду наличия активов в секторах добычи угля, производства, передачи и распределения электроэнергии.

Наша оценка профиля финансовых рисков как «агрессивного» отражает наше мнение о масштабной инвестиционной программе компании, утвержденной регулирующими органами, в рамках которой «Самрук-Энерго» имеет лишь ограниченную гибкость, и относительно высокий уровень долговой нагрузки, определяемый показателем «долг / EBITDA».

Наша оценка вероятности предоставления «Самрук-Энерго» экстренной финансовой поддержки от государства как «высокой» основана на следующих выводах:

- «важная» роль «Самрук-Энерго» для Правительства Республики Казахстан ввиду стратегического положения компании как ведущего поставщика электроэнергии в стране;

Краткое обоснование изменения рейтинга: АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

- «очень прочные» связи с государством, обусловленные тем обстоятельством, что правительство владеет 100% акций компании (через основной инструмент реализации стратегического плана развития – Фонд «Самрук-Казына») и, по нашим прогнозам, сохранит контроль над ней по меньшей мере в ближайшие два года, а также участием государства в принятии стратегических решений и репутационными рисками для правительства страны в случае дефолта «Самрук-Энерго». Кроме того, мы учитываем предоставление значительной государственной поддержки в прошлом (в форме вливаний в капитал, передачи активов, низких процентных ставок по займам, гарантий по долговым обязательствам), а также предоставление финансовой помощи и налоговые льготы.

Наш базовый сценарий основан на следующих допущениях:

- выручка в размере около 210-240 млрд тенге (примерно 1,13-1,3 млрд долл.) в год в 2014-2016 гг.;
- ежегодные дивиденды от совместных предприятий – 6,5-8,5 млрд тенге в год, которые мы включаем в наши расчеты EBITDA и FFO;
- годовой рост EBITDA с 75 млрд тенге в 2014 г. до 110 млрд тенге в 2016 г. на фоне повышения цен на электроэнергию на 12-15% и увеличения объема генерируемой электроэнергии на 2-4%;
- капитальные расходы в размере 110-115 млрд тенге в год в 2014-2016 гг.

Основываясь на этих допущениях, мы прогнозируем следующие показатели кредитоспособности компании:

- отношение «FFO / долг» – 18-20% в 2014-2016 гг.;
- отношение «долг / EBITDA» выше 4x в 2014-2015 гг. и немногим ниже 4x в 2016 г.;
- значительная отрицательная величина генерируемого свободного денежного потока от операционной деятельности в 2014-2016 гг.

Ликвидность

Мы оцениваем ликвидность «Самрук-Энерго» как «менее чем адекватную» (в соответствии с определениями, приведенными в наших критериях). По нашим оценкам, по состоянию на 31 декабря 2014 г. отношение источников ликвидности к потребностям в ней на ближайшие 12 месяцев составляло около 1,0x.

В наших расчетах мы учитывали следующие источники ликвидности «Самрук-Энерго»:

- доступные денежные средства и депозиты – около 21 млрд тенге (приблизительно 114 млн долл.);
- прогнозируемый показатель FFO – около 70 млрд тенге.

Мы учитывали следующие потребности в ликвидности:

- краткосрочные долговые обязательства – около 35 млрд тенге;

Краткое обоснование изменения рейтинга: АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

- капитальные расходы на техническое обслуживание и негибкие капитальные расходы – около 65 млрд тенге (оценка);
- денежные дивидендные выплаты – около 2 млрд тенге.

Мы ожидаем, что фактический объем капитальных расходов в 2015 г. может быть выше, однако допускаем, что уровень расходов будет зависеть от доступности финансирования.

Мы прогнозируем нарушение ковенанта (в рамках соглашения с Европейским банком реконструкции и развития – ЕБРР), предусматривающего поддержание показателя «долг / EBITDA» на уровне 4,5х, в 2014 г. Мы отмечаем, что, по имеющейся у нас информации, ЕБРР дал компании разрешение на нарушение этого ковенанта в 2014 г.

Мы также отмечаем, что Правительство Казахстана утвердило список активов и компаний, которые будут приватизированы в 2014-2016 гг. в рамках процесса приватизации казахстанских ОСГ. Согласно этому списку «Самрук-Энерго» придется продать ряд дочерних компаний и долевых инвестиций в 2014-2015 гг., что может обусловить нарушение ковенанта по выпуску еврооблигаций, ограничивающих реализацию активов (в рамках одной сделки или ряда сделок), совокупная стоимость которых превышает 10% консолидированных совокупных активов группы. Мы будем наблюдать за развитием ситуации вокруг программы реализации активов. Насколько мы понимаем, руководство компании намерено принять необходимые меры для предотвращения нарушения этого ковенанта. В настоящее время в нашем базовом сценарии мы не учитываем влияние этой программы приватизации активов в связи с неопределенностью относительно сроков и объемов сделок.

Анализ ожидаемого уровня возмещения долга

- Рейтинг выпуска приоритетных необеспеченных облигаций объемом 500 млн долл. сроком погашения в 2017 г. («ВВ») отражает кредитный рейтинг эмитента. Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта, присвоенный этому выпуску, – «4». Этот рейтинг определяется нашим мнением о том, что уровень возмещения долга в случае дефолта будет зависеть от способности и готовности Правительства Республики Казахстан вести переговоры с кредиторами, а не от формальной реструктуризации долга – с учетом предполагаемой поддержки со стороны государства и стратегической значимости активов «Самрук-Энерго».

Допущения для сценария дефолта

Год дефолта: 2017 г.

Юрисдикция: Республика Казахстан

Краткое обоснование изменения рейтинга: АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Упрощенный порядок погашения обязательств:

- чистая стоимость предприятия на момент дефолта (после вычета административных расходов в размере 9%) – более 150 млрд тенге;
- приоритетные требования – около 57 млрд тенге*;
- требования по приоритетному необеспеченному долгу – около 268 млрд тенге*;
- ожидаемое возмещение долга после дефолта – 30-50%.

*Все суммы долговых обязательств включают процентные выплаты до подачи заявления о банкротстве в течение шести месяцев.

Прогноз

Прогноз «Стабильный» отражает наше мнение о том, что риски, связанные с выполнением масштабной инвестиционной программы, давление на характеристики кредитоспособности и высокий уровень долговой нагрузки «Самрук-Энерго» компенсируются «высокой» вероятностью получения компанией экстренной поддержки от государства в связи с ее стратегической значимостью для Правительства Республики Казахстан и получением финансовой поддержки от него в прошлом, а также прочными рыночными позициями и преимуществами вертикальной интеграции.

В соответствии с нашей методологией присвоения рейтингов ОСТ дальнейшее понижение суверенного кредитного рейтинга до «BBB-» не приведет к немедленному понижению рейтинга «Самрук-Энерго» при условии, что наши оценки SACP компании и вероятности получения экстренной поддержки от государства останутся без изменений.

Негативный сценарий

Давление на рейтинги может возникнуть в случае проведения компанией более агрессивной финансовой политики, которая не будет соответствовать нашим текущим ожиданиям, например, если в результате увеличения инвестиций отношение «долг / EBITDA» превысит 5x или отношение «FFO / долг» будет ниже 12%, либо если мы приходим к выводу об ухудшении показателей ликвидности и графика погашения долга. Кредитоспособность «Самрук-Энерго» может снизиться, если компания не получит достаточную текущую поддержку от государства в форме конвертирования долга акционеров в собственный капитал, благоприятного для компании максимального уровня цен (price caps) и вливаний капитала. В этом случае мы можем убрать надбавку в одну ступень по результатам «сравнительного анализа», что обусловит понижение оценки SACP группы до «b».

Вместе с тем в соответствии с нашей методологией присвоения рейтингов ОСТ

Краткое обоснование изменения рейтинга: АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

понижение оценки SACF «Самрук-Энерго» до «b-» обусловит понижение ее рейтингов на одну ступень при прочих равных условиях.

В случае пересмотра нашей оценки вероятности получения компанией экстренной поддержки со стороны государства на «умеренно высокую» мы также понизить кредитный рейтинг компании, если ее оценка SACF и уровень суверенных рейтингов останутся без изменений. Это может быть обусловлено продемонстрированным ослаблением готовности правительства оказывать финансовую поддержку группе, пересмотром государственной стратегии в отношении развития частного сектора или расширенной приватизацией (более масштабной, чем ожидается сейчас в рамках «народного» IPO).

Позитивный сценарий

Рейтинги «Самрук-Энерго» могут быть повышены в случае повышения оценки SACF до «bb-», для чего потребуются устойчивое улучшение характеристик кредитоспособности группы до уровня, соответствующего оценке профиля финансовых рисков как «значительного»; в частности, отношение «долг / EBITDA» должно составить 3-4x, а отношение «FFO / долг» – 20-30%. Мы полагаем, что это возможно в случае дальнейшей конвертации кредитов в собственный капитал, дополнительных взносов в капитал или сокращения капиталовложений группы. Кроме того, показатели ликвидности и график погашения долга «Самрук-Энерго» должны оставаться «адекватными».

Описание рейтингов (компоненты)

Кредитный рейтинг: ВВ/Стабильный/В

Профиль бизнес-рисков: слабый

- Страновой риск: высокий
- Отраслевой риск: умеренно высокий
- Конкурентная позиция: слабая

Профиль финансовых рисков: агрессивный

- Денежный поток / уровень долговой нагрузки (коэффициент): агрессивный

Базовый уровень рейтинга: b+

Модификаторы

- Диверсификация бизнеса: нейтральная
- Структура капитала: негативная (-1)
- Финансовая политика: нейтральная
- Ликвидность: менее чем адекватная
- Менеджмент и корпоративное управление: слабые
- Сравнительный рейтинговый анализ: позитивный (+1)

Краткое обоснование изменения рейтинга: АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Оценка характеристик собственной кредитоспособности: b+

- Суверенный рейтинг: ВВВ/Негативный/А-2
- Вероятность государственной поддержки: высокая (+2 ступени)

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Критерии

- Таблицы соответствий кредитных рейтингов по национальным и региональным шкалам рейтингам по международной шкале Standard & Poor's // 30 сентября 2014 г.
- Методология присвоения рейтингов группе компаний // 19 ноября 2013 г.
- Методология: критерии присвоения корпоративных рейтингов // 19 ноября 2013 г.
- Методология: связь краткосрочных и долгосрочных кредитных рейтингов корпоративных и суверенных эмитентов и страховых компаний // 7 мая 2013 г.
- Критерии присвоения кредитных рейтингов организациям, связанным с государством: Методология и допущения // 9 декабря 2010 г.
- Характеристики собственной кредитоспособности как один из компонентов рейтинга // 1 октября 2010 г.
- Использование списка CreditWatch и прогнозов по рейтингам // 14 сентября 2009 г.
- Критерии присвоения рейтингов ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта промышленным компаниям разных стран мира, выпускающим долговые обязательства неинвестиционной категории // 10 августа 2009 г.

Статьи

- Долгосрочные рейтинги Республики Казахстан понижены с «ВВВ+» до «ВВВ» вслед за снижением цен на нефть: прогноз – «Негативный» // 9 февраля 2015 г.

Рейтинг-лист

АО «Самрук-Энерго»

До

С

Корпоративный кредитный рейтинг

По обязательствам в иностранной валюте

ВВ/Стабильный/В

ВВ+/Негативный/В

Рейтинг по национальной шкале

kzA+

kzAA-

Краткое обоснование изменения рейтинга: АО «Самрук-Энерго» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга

По обязательствам в иностранной валюте

BB BB+

Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта

4 4

Дополнительные контакты:

Industrial Ratings Europe; Corporate_Admin_London@standardandpoors.com

Полная информация о рейтингах предоставляется зарегистрированным пользователям RatingsDirect на портале Global Credit Portal (www.globalcreditportal.com).

Все рейтинги, которые затронуты данным рейтинговым действием, можно найти на общедоступном веб-сайте Standard & Poor's www.standardandpoors.com с помощью поискового окна «Ratings search» в левой части экрана. Кроме того, Вы можете позвонить по одному из следующих телефонов Standard & Poor's: (44)

20-7176-7176 (Европейская служба поддержки клиентов); (44) 20-7176-3605 (Лондон); (33) 1-4420-6708 (Париж); (49) 69-33-999-225 (Франкфурт); (46) 8-440-5914 (Стокгольм); 7 (495) 783-4009 (Москва).

Copyright © 2015 Standard & Poors Financial Services LLC, a part of McGraw Hill Financial. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа, данных о кредитоспособности, оценок, а также моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительного письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC, a part of McGraw Hill Financial или его структурных подразделений (вместе - S&P) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P, исследования, и оценка рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

По мере того, как регулирующие органы позволяют рейтинговому агентству в определенных целях регулирования подтверждать в одной юрисдикции рейтинг, присвоенный в другой юрисдикции, S&P оставляет за собой право присваивать, отзывать или приостанавливать такое подтверждение в любое время и по своему усмотрению. Стороны S&P отказываются от каких-либо обязательств, как бы то ни было, вытекающих из присвоения, отзыва или приостановления подтверждения рейтинга, а также какой-либо ответственности за любой ущерб, заявленный, как понесенный в результате указанных действий.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P осуществляются раздельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P публикуются на веб-сайте — www.standardandpoors.com (доступ — бесплатный), а также www.ratingsdirect.com, www.globalcreditportal.com и www.spcapitaliq.com (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www.standardandpoors.com/usratingsfees.