

Отчет представителя держателя облигаций
АО «Асыл-Инвест»
за первый квартал 2014г.
по купонным облигациям
первого внутреннего выпуска
АО "Самрук-Энерго".

г.Алматы
2014г.

Акционерное общество «АСЫЛ-ИНВЕСТ» (далее - Компания) согласно подпункту 5) пункта 1 статьи 20 Закона «О рынке ценных бумаг» представляет информацию об исполнении Компанией функций в качестве представителя держателей облигаций Эмитента первого выпуска:

Торговый код	SNRGb1
ISIN	KZ2C00001873
Наименование облигации	купонные облигации
НИН	KZ2C0Y03E334
Кредитный рейтинг облигаций	Fitch Ratings: BBB (30.11.12)
Текущая купонная ставка, % годовых	6,00
Валюта выпуска и обслуживания	KZT
Номинальная стоимость в валюте выпуска	1000
Число зарегистрированных облигаций	3 000 000
Объем выпуска, KZT	3 000 000 000
Число облигаций в обращении	3 000 000
Дата регистрации выпуска	06.11.12
Вид купонной ставки	фиксированная
Расчетный базис (дней в месяце / дней в году)	30 / 360
Дата начала обращения	12.11.12
Срок обращения, лет	3
Дата фиксации реестра при погашении	11.11.15
Период погашения	12.11.15 – 26.11.15

Основной вид деятельности Эмитента:

- государственная вертикально интегрированная электроэнергетическая компания
- управление электроэнергетическими активами в Республике Казахстан
- производство электрической энергии
- производство тепловой энергии
- передача и распределение электрической энергии
- добыча энергетического угля
- реконструкция, расширение и строительство энергетических объектов

1) в целях осуществления мониторинга финансового состояния эмитента и анализа его корпоративных событий Компанией выполнены следующие действия:

- Запрошена информация о финансовом состоянии Эмитента по итогам деятельности за 1 квартал 2014г.
- Проведен анализ консолидированной финансовой отчетности Эмитента (бухгалтерский баланс, отчет о доходах и расходах, отчет о движении денежных средств) за 1 квартал 2014г.
- Проведен анализ корпоративных событий Эмитента в 1 квартале 2014г., информация о которых размещена на сайте Эмитента и биржи KASE.

По данным проспекта выпуска облигаций SNRGb1, средства от размещения на долговом рынке будут направлены на следующие цели:

- Пополнение оборотных средств

Результаты проведенных действий:

По итогам проведенного анализа текущего финансового состояния, Компания пришла к заключению, что Эмитент в краткосрочной и долгосрочной перспективе способен отвечать по своим обязательствам благодаря таким факторам как доминантное положение на рынке, сильная поддержка акционера и государства, благоприятные тарифные условия, высокие коэффициенты ликвидности и рентабельности.

Ниже представлены позитивные и негативные факторы, обеспечивающие/ограничивающие кредитоспособность Эмитента.

Позитивные стороны:

- **Сильные позиции на рынке:** Эмитент имеет доминирующие позиции на рынке электрической и тепловой энергии, а также благоприятные тарифные условия деятельности. Вдобавок большая часть государственных предприятий по производству энергии переводится на баланс Эмитента. Как следствие, наблюдается существенный рост операционных показателей, в частности увеличение объемов генерации электроэнергии. Вертикальная интеграция также позитивно сказывается на деятельности Эмитента.
- **Сильный акционер** в лице АО ФНБ «Самрук-Казына», обеспечивающий финансовую и административную поддержку - государственная поддержка в виде предоставления гарантий по долгам и вливаний в капитал. В частности в 1 квартале 2014 года основной акционер пополнил капитал на сумму 21 млрд. тенге и предоставил заем на 200 млрд. тенге для покупки 50% доли в ТОО «Экибастузской ГРЭС-1».
- **Высокие кредитные рейтинги:** высокая кредитоспособность Эмитента подтверждается высокими рейтинговыми оценками от международных агентств: BB+ от S&P и BBB от Fitch.
- **Рост выручки:** Доходы за 1 квартал текущего года составили 45,7 млрд. тенге, что на 13% больше чем в аналогичном периоде годом ранее. Валовая прибыль Эмитента выросла на 19% до 11,8 млрд. тенге, при этом увеличение себестоимости оказалось чуть меньшим по сравнению с темпом роста выручки, составив 11%. EBITDA выросла на 7% и составила чуть более 25 млрд. тенге.
- **Высокая рентабельность:** операционная маржа составила 21%, чистая маржа превысила 32%, маржа EBITDA выросло до 55%. Однако показатели ROA и ROE остаются довольно низкими, составляя не более 5%.
- **Высокие показатели ликвидности:** коэффициенты абсолютной, быстрой и текущей ликвидности находятся на достаточно высоких уровнях – 5.31, 5.62 и 6.88

соответственно. В целом данная ситуация будет наблюдаться лишь до завершения сделки по приобретению доли в Экибастузской ГРЭС-1, для этого компания получила 200 млрд. тенге в виде займа. Плюс вливание 21 млрд. тенге в капитал со стороны акционера. В итоге размер денежных средств на балансе вырос до 265,8 млрд. тенге.

- **Рост активов и собственного капитала:** совокупные активы Эмитента с начала года выросли на 41% с 618,2 до 871,8 млрд. тенге. Размер собственного капитала по итогам 1 квартала 2014 года вырос на 9% с 384,6 до 420,6 млрд. тенге. Такая динамика обусловлена увеличением уставного капитала на 9% с до 254,9 млрд. тенге и ростом нераспределённой прибыли на 24% до 89,9 млрд. тенге. Доля собственного капитала в пассивах сократилась с 62% до 48%.

Негативные стороны:

- **Высокая долговая нагрузка:** размер финансового долга превысил 397 млрд. тенге, увеличившись более чем вдвое с начала года. Соотношение финансового долга к капиталу составляет 95%. Однако большая часть долга (96%) приходится на долгосрочные займы, график погашения которых в ближайшие годы выглядит сбалансированным. Коэффициент финансового долга к EBITDA за последние 12 месяцев составляет 5,7, однако показатель чистый долг/EBITDA составляет адекватные 2. К тому же девальвация тенге, привело к увеличению размера долга, значительная часть которых была представлена валютными займами.
- **Рост инвестиций:** изношенность основных средств сопровождается большими капитальными затратами, при этом активная консолидация энергогенерирующих активов на балансе Эмитента также приводит к существенным инвестиционным расходам. Однако в целом хотелось бы отметить, что пока операционные денежные потоки покрывают текущие CAPEX.
- **Снижение чистой прибыли:** консолидированная прибыль Эмитента в 1 квартале 2014 года снизилась на 12% с 17 до 15 млрд. тенге. При этом такая динамика главным образом обусловлена ростом операционных и неоперационных расходов. В частности общие и административные издержки год выросли на 21%, а процентные расходы – на 162%.

Финансовые показатели:

млн. KZT

Бухгалтерский баланс	2013_3М	2013	2014_3М	Δ
Денежные средства	81 523	15 242	265 761	1644%
Торговая дебиторская задолженность	10 064	10 985	15 788	44%
Предоплата по налогам	1 364	1 321	1 273	-4%
ТМЗ	7 198	8 212	6 518	-21%
Прочие текущие активы	25 105	61 994	54 656	-12%
Активы предназначенные для продажи		344	344	0%
Текущие активы	125 256	98 097	344 339	251%
Основные средства	205 433	235 146	232 836	-1%
Нематериальные активы	969	1 333	1 267	-5%
Долгосрочные финансовые инвестиции	902	825	799	-3%
Инвестиции в дочерние компании	177 272	242 883	246 252	1%
Прочие долгосрочные активы	16 525	39 962	46 345	16%
Долгосрочные активы	401 101	520 148	527 498	1%
Активы	526 356	618 244	871 837	41%
Торговая кредиторская задолженность	21 726	29 768	25 948	-13%
Займы	11 059	11 298	15 493	37%
Отложенное налоговое обязательство	1 871	1 708	2 310	35%
Прочие краткосрочные обязательства	10 729	2 136	2 324	9%
Обязательства выбывающих групп (на продажу)		4 010	4 010	0%
Текущие обязательства	45 385	48 920	50 085	2%
Долгосрочные займы	151 976	166 110	382 414	130%
Долгосрочное налоговое обязательство	6 693	10 094	10 534	4%
Прочие долгосрочные обязательства	9 753	8 568	8 253	-4%
Долгосрочные обязательства	168 422	184 771	401 201	117%
Обязательства	213 807	233 691	451 286	93%
Доля миноритариев	2 191	3 022	422	-86%
Уставный капитал	222 869	233 946	254 946	9%
Прочие резервы	25 321	75 309	75 309	0%
Нераспределенная прибыль	51 091	72 276	89 874	24%
Акционерный/Собственный капитал	301 472	384 553	420 551	9%
Капитал и обязательства	515 279	618 244	871 837	41%

Отчет о доходах и расходах	2013_3М	2014_3М	Δ
Доход от реализации	40 583	45 669	13%
Себестоимость	-27 448	-30 446	11%
Износ и амортизация	-3 206	-3 444	7%
Валовая прибыль	9 929	11 780	19%
Административные расходы	-2 082	-2 527	21%
Расходы по реализации	-79	-25	-68%
Прочие операционные доходы/расходы	657	193	-71%
Операционная прибыль	8 424	9 421	12%
Процентные расходы	-2 018	-5 285	162%
Неоперационные доходы/расходы	848	6 705	691%
Доля в доходах СП	10 869	5 458	-50%
Прибыль до вычета налогов (ЕВТ)	18 123	16 299	-10%
Налоги	-1 127	-1 300	15%
Чистая прибыль	17 047	14 998	-12%

Финансовые коэффициенты:	2013_3М	2014_3М
<u>Структура активов и пассивов:</u>		
- текущие активы /активы	24%	39%
-долгосрочные активы / активы	76%	61%
- текущие обязательства / пассивы	9%	5,7%
- долгосрочные обязательства / пассивы	32%	46%
-капитал / пассивы	57%	48%
<u>Ликвидность:</u>		
- коэффициент абсолютной ликвидности	1,80	5,31
- коэффициент быстрой ликвидности	2,02	5,62
- коэффициент текущей ликвидности	2,76	6,88
<u>Рентабельность:</u>		
- валовая маржа	24%	26%
- операционная маржа	21%	20,6%
- маржа EBITDA	29%	54,8%
- чистая маржа	42,0%	32,8%
- ROA	4,0%	2,5%
- ROE	7,0%	5,1%
<u>Кредитоспособность:</u>		
- активы / собственный капитал	1,7	2,1
- финансовый долг /собственный капитал	0,5	0,95
- коэффициент покрытия процентов	4,2	1,8
- долг / EBITDA	3,4	5,7
- чистый долг /EBITDA	1,7	1,9

Корпоративные события отчетного периода:

/Fitch Ratings, 11.02.14/ – «Fitch Ratings поместило под наблюдение в список Rating Watch “Негативный” рейтинги АО Самрук-Энерго, включая долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (“РДЭ”) в иностранной валюте “BBB”. Статус Rating Watch “Негативный” отражает потенциальное уменьшение государственной поддержки Самрук-Энерго ввиду сокращения доли долга с госгарантией 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. ковенанта по леввереджу (4,5х), 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 компании отсчитываются вниз от суверенных рейтингов Казахстана (“BBB+”/прогноз “Стабильный”). Это отражает довольно сильные стратегические, операционные и, в меньшей степени, юридические связи между государством и группой. 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. Самрук-Энерго продолжает получать поддержку от государства, включая взносы капитала и передачу активов, однако ослабляется прочность юридических связей (например, госгарантии по долгу), что является ключевым фактором для существующей разницы между рейтингами компании и государства в один уровень.

Кроме того, Fitch полагает, что самостоятельные деловые и финансовые показатели Самрук-Энерго ухудшились ввиду более слабой кредитоспособности в 2012-2016 гг. (исходя из финансирования приобретения за счет долга).

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 6х в 2013-2016 гг., а обеспеченность постоянных платежей по FFO ухудшится до менее 4х к 2016 г. (6х 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 7,8х в 2012 г. по сравнению с 4,6х в 2011 г., что было обусловлено главным образом выпуском еврооблигаций на сумму 500 млн. долл., поступления от которого 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 капиталоемкой деятельности. Мы рассматриваем дивидендную политику компании как консервативную.

Движение к вертикальной интеграции:

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.

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 бенчмаркингowego механизма. Мы считаем, что более долгосрочные тарифы формируют основу для более четких правил и более стабильной операционной среды, и введение бенчмаркингowego 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.

Негативные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут привести к негативному рейтинговому действию, включают: негативное действие по суверенному рейтингу и 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), а также существенное сокращение структурной и контрактной субординации в структуре долга группы наряду со следованием четко определенной политике управления долгом».

Таким образом, корпоративные события 1 квартала 2014 года в целом не оказали существенного влияния на финансовое положение Эмитента.

Целевое использование денежных средств:

Эмитент использовал денежные средства, вырученные от размещения облигаций, в первом и втором кварталах 2013 года по целевому назначению и направил на пополнение уставного капитала дочерних компаний, приобретение основных средств и пополнение оборотных средств.

Меры в защиту прав и интересов держателей облигаций:

Меры, направленные на защиту прав и интересов держателей облигаций, в том числе посредством подачи иска в суд от имени держателей облигаций, в собственности которых находится пятьдесят и более процентов размещенных (за вычетом выкупленных) облигаций эмитента, по вопросам неисполнения эмитентом обязательств, установленных проспектом выпуска облигаций, не принимались в связи с отсутствием оснований и необходимости принятия таких мер.

С уважением,

**Председатель Правления
АО «АСЫЛ-ИНВЕСТ»**



Балгипбеков Г.С.

исп. Байкенов А.А.
тел. +7 (727) 300 43 23
ab@asyl.kz