

## Fitch подтвердило рейтинг ЦАЭК «ВВ-», прогноз «Стабильный»

04 Jun 2015 3:23 AM

---

Fitch Ratings-Moscow-04 June 2015: (перевод с английского языка)

Fitch Ratings-Москва/Лондон-01 июня 2015 г. Fitch Ratings подтвердило на уровне «ВВ-» долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») АО Центрально-Азиатская Электроэнергетическая Корпорация, Казахстан, (далее – «ЦАЭК») в иностранной валюте. Прогноз по рейтингу – «Стабильный». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

Подтверждение рейтингов отражает хорошие бизнес-профиль и финансовые позиции компании.

### КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Рейтинг «ВВ-» учитывает вертикальную интеграцию компании и стабильную позицию на региональном рынке (несмотря на в целом небольшой размер) с доступом к дешевым регулируемым поставкам угля и благоприятный в настоящее время регулятивный режим, в качестве противовеса которому отмечается неопределенность по поводу регулятивного режима после 2015 г. Устаревшие активы ЦАЭК требуют значительной модернизации. Fitch ожидает, что запланированная инвестиционная программа приведет к отрицательному свободному денежному потоку в 2015-2016 гг. и более слабому валовому скорректированному леввериджу по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) на уровне около 2,9х, исходя из консервативных допущений Fitch.

Генерация доминирует, несмотря на интеграцию

ЦАЭК – одна из крупнейших частных электрогенерирующих компаний на значительно фрагментированном рынке Казахстана: на нее приходилось лишь 6,4% генерирования электроэнергии в 2014 г. Соответственно компания имеет несколько меньший размер, чем сопоставимые рейтингуемые компании в СНГ. Компания является вертикально интегрированной электроэнергетической компанией, оперирующей в сегменте генерации, транспортировки и сбыта, что обеспечивает ей доступ на рынки для продажи производимой энергии и ограничивает клиентскую концентрацию. ЦАЭК обеспечивает генерацию, транспортировку и сбыт электрической и тепловой энергии в Павлодарскую и Петропавловскую области страны через свои 100-процентные дочерние компании, АО ПАВЛОДАРЭНЕРГО и АО СЕВКАЗЭНЕРГО, а также передачу и поставки электроэнергии в Акмолинскую область через компании АО АРЭК и ТОО АСТАНАЭНЕРГОСБЫТ. Услуги по генерации электрической и тепловой энергии доминируют в структуре EBITDA компании: около 75% и 94% в 2014 г. соответственно.

Доступ к дешевому топливу поддерживает EBITDA

Цены на уголь в Казахстане существенно ниже мировых рыночных цен. Это отражает факт регулирования цен на уголь в стране и низкие транспортные расходы. В случае неожиданного и значительного роста цен на уголь до уровня, выше текущих инфляционных оценок Fitch (7%-9% в год), это оказало бы отрицательное влияние на EBITDA, хотя такой сценарий рассматривается как маловероятный. Цены на топливо учитываются при определении предельно допустимых уровней тарифов на электроэнергию в целях защиты доступности энергоносителей, а цены на уголь для компаний коммунального сектора регулируются на ежегодной основе, что ограничивает ценовые риски.

Ожидается хороший операционный денежный поток и отрицательный свободный денежный поток

Fitch ожидает, что ЦАЭК продолжит генерировать хороший операционный денежный поток (CFO) на уровне около 21 млрд. тенге в среднем в 2015-2018 гг., хотя свободный денежный поток, вероятно, останется отрицательным в среднем на уровне около 8 млрд. тенге в 2015-2016 гг., но может стать положительным в 2017 г. Отрицательный свободный денежный поток будет обусловлен главным образом масштабными

инвестиционными планами компании на уровне около 57 млрд. тенге в 2015-2016 гг., а также дивидендными выплатами на уровне около 30% от чистой прибыли в среднесрочной перспективе. Агентство ожидает, что компания будет прибегать к новым заимствованиям для покрытия недостаточности денежных средств.

Вероятен более высокий левэридж

Мы ожидаем, что интенсивная инвестиционная программа ЦАЭК потребует частичного долгового финансирования. Мы полагаем, что валовый скорректированный левэридж по FFO достигнет пикового уровня немногим менее 3х в 2015-2016 гг., а затем будет снижаться в соответствии с нашими ожиданиями по капиталовложениям. В то же время мы отмечаем, что инвестиционная программа ЦАЭК имеет некоторую гибкость до 2016 г., а затем будет зависеть от утвержденных тарифов. Компания ожидает капиталовложения в поддержание деятельности на уровне около 8,5 млрд. тенге в среднем в 2015-2019 гг. Обязательные капиталовложения у группы ЦАЭК в 2015 г. составляют 21 млрд. тенге.

Компания намерена модернизировать свыше 60% устаревших генерирующих мощностей ЦАЭК (введенных в эксплуатацию в 1960-е и 1970-е годы) к 2017 г. и модернизировать свою распределительную сеть.

Расширение мощностей будет умеренным на уровне около 16% к 2019 г., но дополнительные преимущества, вероятно, будут связаны с повышением эффективности производства и распределения тепловой и электроэнергии.

Убыточный бизнес в сегменте распределения тепловой энергии

Бизнес в сегменте распределения тепловой энергии является убыточным ввиду значительных потерь тепла и регулируемых тарифов для конечных потребителей, которые, как полагает Fitch, сдерживаются на низком уровне по социальным причинам (генерация тепла учитывается в рамках общей генерации и обеспечивает увеличение денежного потока), и мы исходим из того, что такая ситуация сохранится, но с постепенным улучшением.

Регулятивная неопределенность

Власти Казахстана в настоящее время рассматривают проект закона о внедрении рынка электрической мощности. После полного запуска этот рынок должен обеспечить экономически обоснованную отдачу на инвестиции и создать стимулы для строительства новых генерирующих активов или расширения существующих мощностей. Запуск рынка мощности должен дать стабильный источник доходов для финансирования программы капитальных инвестиций компаний энергетического сектора. Успешная работа рынка мощности, скорее всего, будет поддерживать кредитоспособность электрогенерирующих компаний. Однако окончательное решение по рынку мощности еще не принято.

Fitch ожидает, что тарифы для генерирующих компаний продолжат отражать рост стоимости топлива и других издержек, а платежи за мощность будут покрывать потребности в капвложениях. Идет обсуждение одобрения государством предельно допустимых уровней тарифов на семилетний период с возможными ежегодными пересмотрами.

Расчет тарифов на передачу электроэнергии на основании бенчмаркинг-механизма (введен в 2013 г.) может быть изменен на долгосрочные тарифы (пять лет) на основании методологии «издержки плюс допустимая маржа прибыли». Долгосрочные тарифы (пять лет) на генерирование, передачу и продажу тепловой энергии на основании методологии «издержки плюс допустимая маржа прибыли» также находятся на рассмотрении, чтобы заместить существующую практику ежегодного одобрения. Fitch позитивно расценивает потенциальный переход на долгосрочное одобрение тарифов. Однако мы отмечаем сохранение моментов неопределенности в регулятивном режиме после 2015 г.

Кредитоспособность материнской структуры не повышает и не сдерживает рейтинг компании

В отличие от большинства компаний сектора, рейтингуемых Fitch в СНГ, ЦАЭК находится в частной собственности. Как следствие, отсутствует воздействие на рейтинги связей с государством. Компания управляется как самостоятельное предприятие с двумя иностранными институциональными акционерами, и

по этой причине агентство не предполагает какого-либо воздействия на рейтинги со стороны кредитоспособности контролирующей материнской структуры, АО Центрально-Азиатская топливно-энергетическая компания («ЦАТЭК»). Таким образом, рейтинги ЦАЭК отражают ее самостоятельную кредитоспособность.

Дивиденды приведут к отсрочке сокращения долга

Финансовая политика ЦАЭК предусматривает выплату дивидендов, и это может задержать сокращение левериджа в долгосрочной перспективе. В то же время Fitch полагает, что в случае недостижения плановых тарифов или объемов ЦАЭК сохраняет гибкость по снижению дивидендов с целью сохранения денежных средств, как это было продемонстрировано в 2011 г., когда уровень дивидендных выплат сократился до около 15% у ЦАЭК, чтобы компенсировать более высокие капиталовложения. ЦАЭК в настоящее время рассматривает увеличение диапазона дивидендных выплат до 15%-50% от чистой прибыли по сравнению с 30%-50%. Компания ожидает выплачивать около 25%-30% чистой прибыли в среднесрочной перспективе.

Потенциальное IPO

ЦАЭК рассматривает проведение IPO в 2016-2017 гг. Она ожидает продать 35%-40% существующих акций.

Доля существующих акционеров будет пропорционально сокращена.

**ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ**

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

- В случае более сильного финансового профиля, чем прогнозируется Fitch, в том числе за счет более высокого, чем ожидается, роста тарифов на электрическую и тепловую энергию и/или генерирования электроэнергии, поддерживающего валовый скорректированный леверидж по FFO менее 2х и обеспеченность процентных платежей по FFO выше 7х на продолжительной основе, это было бы позитивным для рейтингов.

- Повышение ясности относительно регулятивной среды после 2015 г. также поддержало бы рейтинги.

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

- В случае увеличения цены на уголь, существенно превышающего инфляцию, и/или тарифов значительно ниже ожиданий агентства, что привело бы к валовому скорректированному левериджу по FFO стабильно выше 3х и обеспеченности процентных платежей по FFO ниже 4,5х, это было бы негативным для рейтингов.

- Обязательства по осуществлению капитальных вложений без достаточного доступного фондирования, что ухудшило бы общую позицию ликвидности, также могут быть негативными для рейтингов.

**ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА**

Адекватная ликвидность

Fitch расценивает ликвидность ЦАЭК как адекватную. На конец 2014 г. денежные средства и эквиваленты составляли 2,8 млрд. тенге, что вместе с краткосрочными банковскими депозитами со сроком до одного года в размере 9,8 млрд. тенге и неиспользованными кредитными линиями в размере 7,6 млрд. тенге является достаточным для покрытия долга с короткими сроками до погашения в размере 14,3 млрд. тенге. В то же время отрицательный свободный денежный поток в 2015-2016 гг., обусловленный ожидаемой инвестиционной программой в размере 57 млрд. тенге потребует от ЦАЭК привлечения дополнительных заимствований для покрытия недостаточности денежных средств. ЦАЭК в настоящее время рассматривает размещение внутренних облигаций (на уровне ЦАЭК и СЕВКАЗЭНЕРГО) на сумму до 6,8 млрд. тенге в 2015 г. Fitch отмечает, что ЦАЭК имеет определенную гибкость в плане дивидендных выплат, а также капиталовложений, поскольку обязательные капвложения на 2015 г. составляют около 62% всех прогнозируемых капиталовложений.

На конец 2014 г. основная часть долга ЦАЭК была представлена обеспеченными банковскими кредитами (30 млрд. тенге или около 50%) и тремя выпусками необеспеченных внутренних облигаций с погашением в 2017, 2020 и 2023 гг. (в сумме 16 млрд. тенге, или 27%). Весь существующий долг (как обеспеченный, так и необеспеченный) в значительной мере находится на уровне операционных компаний.

Рейтинги приоритетного необеспеченного долга ниже рейтинга ЦАЭК

Fitch рейтингует облигации на сумму 2 млрд. тенге на один уровень ниже РДЭ ЦАЭК в национальной валюте «BB-», поскольку облигации выпускаются на уровне холдинговой компании (ЦАЭК). Они не имеют гарантий от операционных компаний, не имеют обеспечения в форме операционных активов и не имеют положений о кросс-дефолте с другими обязательствами. На конец 2014 г. активы в залоге составляли 92 млрд. тенге.

Валютный риск

ЦАЭК подвержена рискам колебания валютного курса, поскольку около 41% ее долга на конец 2014 г. было номинировано в долларах США. Fitch отмечает, что компания не имеет политики хеджирования, но держит часть денежных средств в долларах США. На конец 2014 г. ЦАЭК имела денежные средства в размере 1,4 млрд. тенге (из 2,8 млрд. тенге) и депозиты со сроком свыше трех месяцев на сумму 1,1 млрд. тенге (из 9,8 млрд. тенге) в долларах США. ЦАЭК также подвержена процентному риску, поскольку приблизительно половина существующих кредитов привлечены под плавающие процентные ставки.

КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Ключевые допущения Fitch, использованные в рейтинговом сценарии агентства для эмитента, включают:

- Рост объемов электроэнергии в соответствии с прогнозом Fitch по ВВП в 2,5%-3,5% в 2015-2019 гг.
- Рост тарифов в соответствии с утвержденным правительством уровнем на 2015 г. и уровнем инфляции, которую Fitch прогнозирует около 6%-8% в 2016-2019 гг.
- Капиталовложения согласно ожиданиям компании.
- Увеличение расходов, обусловленное инфляцией.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «BB-», прогноз «Стабильный»

Долгосрочный РДЭ в национальной валюте подтвержден на уровне «BB-», прогноз «Стабильный»

Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «BBB+(kaz)», прогноз «Стабильный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «B»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте подтвержден на уровне «B+»

Национальный приоритетный необеспеченный рейтинг подтвержден на уровне «BBB-(kaz)».

Контакты:

Ведущий аналитик

Элина Кулиева

Младший директор

+7 495 956 99 01

Главный аналитик

Оксана Згуральская

Директор

+7 495 956 70 99

Фитч Рейтингз СНГ Лтд

26, ул. Валовая

Москва 115054

Председатель комитета

Джозеф Посписил

Старший директор

+44 20 35301287

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

Media Relations: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel: +7 495 956 9908, Email:

[julia.belskayavontell@fitchratings.com](mailto:julia.belskayavontell@fitchratings.com).

Дополнительная информация представлена на сайтах [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) и [www.fitchratings.ru](http://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 методологии:

«Рейтингование корпоративных эмитентов: включая краткосрочные рейтинги и увязку рейтингов материнской и дочерней структур»/Corporate Rating Methodology - Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage (28 мая 2014 г.):

[https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report\\_frame.cfm?rpt\\_id=749393](https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=749393)

Дополнительное раскрытие информации:

Solicitation Status

Endorsement Policy