

Самрук-Энерго

Сабина Амангельды

s.amangeldi@halykfinance.kz

+7 (727) 330 01 53

Сохранение инвестиций и долга на высоком уровне

19 сентября 2014

Рекомендация
Прогноз

Держать
Стабильный

Мы начинаем аналитическое покрытие долговых инструментов Самрук-Энерго (СЭ) (BBB/-/BB+) со стабильным прогнозом и с рекомендацией Держать при текущих доходностях долларové еврооблигации СЭ'2017 и небольшой выпуск тенговых облигаций СЭ'2015.

Облигации

Дата погаш.	Объем вып.,	Вал.	Купон	Дох. спроса
май 2016	500	доллар	3,75%	3,20%
ноя 2015	3 000	тенге	6,00%	4,20%

Рейтинг

	Долгос роч.	Стар. необе	Прогноз	Дата
S&P	BB+	BB+	негатив.	авг 2014
Fitch	BBB	BBB-	негатив.	май 2014

Основные финансовые показатели

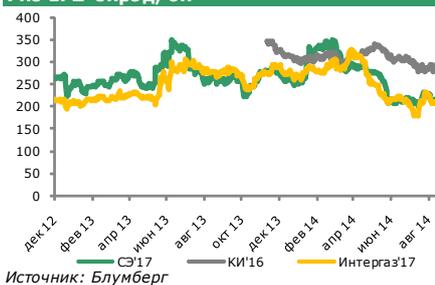
(млрд тенге)	2011	2012	2013
Доход	85,5	94,5	135,8
ЕБИТДА	26,9	30,0	63,2
Операц. денеж.поток	18,3	21,9	29,8
Чистый долг	49,7	75,5	139,9

Ключевые коэффициенты

	2011	2012	2013
Маржа ЕБИТДА	31,4%	31,8%	46,6%
ЕБИТДА/Проц. расходы	5,0x	5,7x	6,8x
Чистый долг/ЕБИТДА	1,8x	2,5x	1,8x
Долг/ЕБИТДА	3,7x	5,7x	2,8x
Опер.ден.поток/чистый долг	0,4x	0,3x	0,2x

Источник: данные компании, прогнозы ХФ

Рис 1. Z-спрэд, бп



Источник: Блумберг

Самрук-Энерго является вертикально интегрированным, принадлежащим государству электроэнергетическим холдингом. СЭ добывает уголь, производит, передает и распределяет электрическую и тепловую энергию. В сегменте добычи угля СЭ конкурирует на внутреннем и на международном рынках, в качестве производителя электроэнергии имеет сильную рыночную позицию, а в сегменте передачи и распределения является регулируемым монополистом.

Производство электроэнергии приносит наибольшую часть прибыли для компании, но это может измениться после истечения срока тарифного соглашения с крупнейшей электростанцией в 2016 году. Распределительные электросетевые предприятия имеют невысокую маржу, но более устойчивый кредитный профиль, который получает выгоду от государственной поддержки, мониторинга со стороны антимонопольного регулятора и регулирования по принципу «затраты плюс», что обеспечивает стабильность доходов.

Что касается кредитного риска, финансовая нагрузка СЭ может показаться слишком высокой для рейтинга BBB. Снижение долговой нагрузки является маловероятным в связи с острой потребностью в капвложениях после десятилетий недостаточных инвестиций. Но основные риски, на наш взгляд, связаны не столько с высоким долгом как таковым, а с тем, как регулирующие органы решают такие вопросы (достаточно адекватно), а также с планами правительства по реструктуризации холдинга.

Согласно планам государства, СЭ должен продать свою долю в менее важных электростанциях и электросетевых предприятиях. Тогда у СЭ останутся только гидроэлектростанции, две крупные угольные электростанции, экспериментальные проекты ветровых и солнечных электростанций и две трети текущего долга. Но даже это не должно ослабить кредитный профиль компании, так как привлеченные средства от продажи должны компенсировать часть долга, а государственная поддержка будет оставаться сильной, так как правительство, похоже, понимает важность сохранения устойчивой инвестиционной истории перед публичным размещением акций СЭ (запланированным на 2015-2016 гг. в рамках программы «Народное IPO»).

Самый крупный производитель электроэнергии. Самрук-Энерго был создан в 2007 году с целью консолидирования государственных энергетических активов. СЭ является крупнейшим по мощности электроэнергетическим холдингом в Казахстане с совокупной установленной мощностью в 9,66 ГВт по состоянию на июнь 2014 года или 47% от суммарной установленной мощности всех электростанций страны. В настоящее время компания имеет доли в трех крупнейших электростанциях национального значения в Казахстане. Более половины генерирующих мощностей приходится на угольные электростанции, в то время как доли гидроэлектростанций и газовых электростанций составляют 26% и 20%, соответственно. Еще одна угольная электростанция с проектной мощностью в 1,32ГВт находится на этапе строительства, которое завершится к 2018 году.

Регулируемая стабильность. Выручка СЭ стремительно росла (в среднем по 20% в год в 2009-2013 гг.) благодаря значительным ежегодным повышениям тарифов, увеличению объема производства электроэнергии и передаче активов. Компания является регулируемым монополистом в сегменте производства тепловой энергии, межрегиональной передачи и распределения. Таким образом, тарифы устанавливаются индивидуально для каждой дочерней компании ежегодно и основаны на принципе «затраты плюс». Тарифы для генерирующих компаний утверждены на период с 2009-2015 гг., но пока не определены на период после 2015 года. Доля генерирующих компаний в активах и EBITDA холдинга в 2013 году составила 62% и 73%, соответственно, в то время как доля сегмента по передаче и распределению - 20% активов и 25% EBITDA.

Долг в основном сосредоточен на материнском уровне. Более 60% от общего долга (Т110млрд) сосредоточено на материнском уровне, в то время как весь денежный поток поступает от дочерних и совместных предприятий, что на наш взгляд, создает структурный дисбаланс. Долг материнской компании включает в себя выпуск еврооблигаций (Т79,5млрд) и заем от акционера (Т28,4млрд).

Приватизационные риски. Самрук-Казына планирует продать 5-15% акций Самрук-Энерго в рамках программы «Народное IPO» в 2015 году. На наш взгляд, решение сохранить у себя мажоритарный пакет акций в СЭ является позитивным для кредитного профиля. Мы считаем, что СЭ сохранит роль стратегически важного актива, получающего государственную поддержку; и соответственно, на спрос на еврооблигации СЭ должна и впредь положительно влиять поддержка от акционера.

Правительство также потребовало у СЭ продать три своих генерирующих актива, подразделения по распределению и сбыту электроэнергии в 2014-2015 гг., что мы считаем негативным для кредитоспособности. Данные сегменты, по нашим оценкам, сгенерировали 53% EBITDA группы в 2013 году, а их доля в общем долге составила всего лишь 10%. Однако, это будет почти полностью компенсировано консолидацией ЭГРЭС-1 с относительно низким уровнем долга (Т10,5млрд) и высокой доходностью (Т49млрд EBITDA в 2013 году).

Высокий долг на фоне повышенных инвестиционных потребностей. В последнее время капзатраты СЭ превышали

операционные денежные потоки, в результате чего, свободные денежные потоки были отрицательными, а долговая нагрузка росла, хотя затраты были частично профинансированы Самрук-Казына. СЭ намерен продолжать инвестировать в проекты модернизации и расширения, что создает риск дальнейшего роста долговой нагрузки, несмотря на то, что расходы будут финансироваться за счет денежных потоков, займа и государственной поддержки. Девальвация тенге в феврале 2014 года оказала отрицательное влияние на СЭ, что обусловлено несоответствием между валютой выручкой и долгом, который в основном деноминирован в долларах США (63% от общего долга).

Сильная государственная финансовая поддержка. Правительство исторически оказывало активную финансовую поддержку СЭ в виде вливаний капитала, дешевых кредитов и гарантий по банковским займам. Мы считаем, что вероятность получения поддержки от правительства останется высокой, учитывая стратегическое значение компании для экономики страны.

Отрицательный прогноз по рейтингам. Fitch поместило рейтинг СЭ на уровне BBB в список Rating Watch Negative. Прогноз по кредитному рейтингу СЭ на уровне BB+ от S&P также является негативным. Fitch заявило, что приобретение ЭГРЭС-1, профинансированное полностью за счет долга, будет сигнализировать о снижении готовности государства обеспечивать финансовую поддержку. S&P предупредило, что потенциально более высокие инвестиционные расходы, чем ожидалось, могут повлечь за собой ухудшение кредитных показателей в период рейтингового покрытия. Потенциальное понижение рейтинга СЭ от S&P и Fitch, очевидно, уже отражено в доходностях СЭ'17 (BBB-), так как они торгуются на одном уровне с Интергаз'17 (BB+).

Рекомендация. СЭ'17 торгуется на уровне z+212, намного ниже (446п), чем Казахстан Инжиниринг'16 (BBB-/Ba2/-), и почти на одном уровне с Интергаз'17 (BBB-/-/BB+). Кредитный рейтинг СЭ на самостоятельной основе является низким (на уровне B и B+ от Fitch и S&P), по сравнению с Интергазом (на уровне Ba2 от Moody's и BB от S&P), но на одном уровне с Казахстан Инжиниринг (B2 от Moody's и B от Fitch). Учитывая высокую стратегическую значимость СЭ, потенциальный рост мощностей выработки электроэнергии, сильную рыночную позицию с одной стороны и повышенную необходимость в капвложениях, а также ухудшение кредитных показателей, с другой стороны, наш взгляд на облигации СЭ является нейтральным. Учитывая одинаковые рейтинги и разницу в сроках погашения еврооблигаций КИ и СЭ, по нашим оценкам, КИ'16 следует торговаться с премией в 306п к СЭ'16.

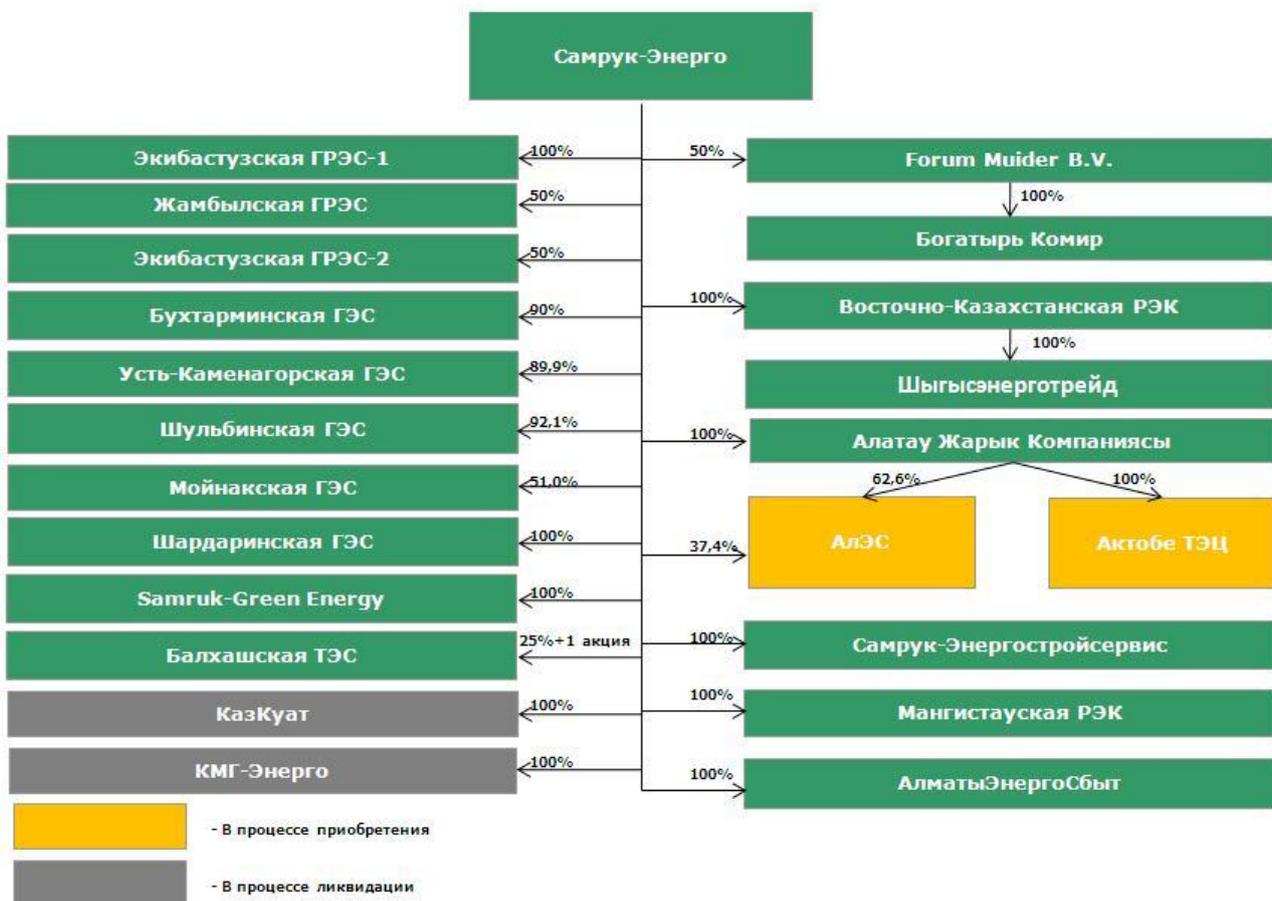
Тенговые облигации СЭ являются неликвидными, так как после первичного размещения облигаций в размере Т2млрд в июне 2013 года по ставке 7,0%, торги по ним не проводились. Мы рекомендуем держать еврооблигации СЭ из-за ограниченного потенциала снижения доходности и в целом рекомендуем удерживать тенговые облигации компании до погашения в связи с низким уровнем ликвидности.

Профиль компании

Самрук-Энерго является крупнейшей в Казахстане компанией с генерирующими активами с установленной мощностью в 9 665,2 МВт, что составляет 47,3% от суммарной установленной мощности электростанций страны. В состав СЭ входят восемь электростанций, две из которых являются электростанциями комбинированного цикла (АлЭС и Актобе ТЭЦ), одна угольная электростанция (Экибастузская ГРЭС-1) и пять гидроэлектростанций (из которых три были переданы по концессионным соглашениям). Компания также владеет 50% акций Жамбылской ГРЭС, газовой конденсационной электростанции, и Экибастузской ГРЭС-2, угольной электростанции. В 2013 году доля компании в общем объеме выработки электроэнергии (91,8млрд кВт/ч) в стране составила 37%.

Компания является вертикально интегрированной группой, занимающейся добычей угля, выработкой электроэнергии из традиционных и возобновляемых источников, распределением, передачей и сбытом электроэнергии. Сегмент распределения и передачи состоит из региональных распределительных компаний в Алматы, Мангистауском и Восточно-Казахстанском регионах. Компания владеет 50% долей в крупнейшем угольном разрезе страны, Богатырь Комир. Компания эксплуатирует 64 тыс.км линий электропередач и добывает 38% от общего объема добычи угля в Казахстане.

Рис 2. Операционная структура группы



Источник: данные компании

Электроэнергетическая промышленность Казахстана характеризуется значительным недостатком инвестиций в производственную мощность и пропускную способность линии электропередач. В 2007 году Самрук-Энерго начал работу по расширению производственной мощности электростанций, и с тех пор, установленная мощность электростанций увеличилась на 300МВт до 9,7ГВт. СЭ планирует увеличить производственную мощность на 675МВт в 2015 году и на 1,977МВт к 2018 году. Основными проектами компании являются строительство угольной электростанции, Балхашская ТЭС, развитие Алматинского энерго- и топливно-энергетического комплекса, использующего уголь Экибастузского бассейна и развитие возобновляемых источников электроэнергии (гидро – Кербулак, ветровая – Ерейментау, солнечная – Капчагай).

Значительную часть доходов компания генерирует за счет производства электроэнергии – 54% дохода в 2013 году, в то время как на долю продажи приходится 37% выручки, на передачу и распределение – 8,6%, на сдачу в аренду станций и сбыт химической воды – оставшиеся 0,1%.

Обзор отрасли

В 2000-2008 годах объемы производства и потребления электроэнергии постепенно повышались, в среднем на 5% в год. Объем производства электроэнергии впервые превысил объем потребления в 2003 году, и Казахстан начал экспортировать электроэнергию в Россию. В 2009 году, в период глобального экономического кризиса, объем производства сократился на 2% г/г до 78,7млрд кВт/ч, но восстановился в 2010-2013 годах со средним темпом роста в 5% в год. В 2013 году объемы производства и потребления электроэнергии составили 91,8млрд кВт/ч и 82,9млрд кВт/ч, соответственно. 69% от общего объема потребления электроэнергии приходится на промышленные предприятия, в то время как, на домашние хозяйства – 12% и транспорт – 6%.

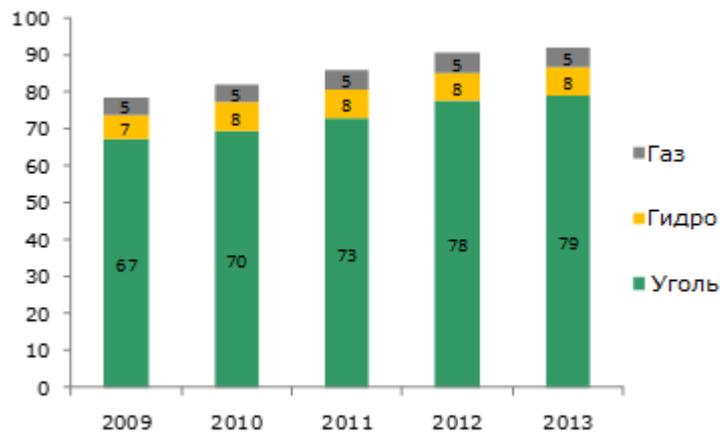
Западные и южные регионы испытывают дефицит электроэнергии в связи с изношенной инфраструктурой для передачи избытка электроэнергии с севера. Таким образом, южные регионы вынуждены импортировать электроэнергию из Кыргызстана и Таджикистана, в то время как северные регионы экспортируют избыток в Россию. Около 80% электроэнергии вырабатывается в северной части страны, недалеко от основных промышленных потребителей и угольных шахт.

Угольные электростанции занимают доминирующее положение: на их долю приходилось 85% от общего производства электроэнергии в Казахстане в 2013 году. Гидроэлектростанции произвели около 9,1% от общего производства энергии, в то время как оставшиеся 5,9% были выработаны газовыми электростанциями. Сильная зависимость от угля в производстве электроэнергии объясняется доступом к богатым угольным месторождениям.

В 2012 году общая установленная мощность всех 68 казахстанских электростанций составила 19,798МВт, в то время как общая производственная мощность – 15,765МВт. Значительная разница между установленной и производственной мощностью электростанций отражает высокую степень износа и необходимость в модернизации предприятий. По данным КЕГОК, срок эксплуатации 65%

производственных активов электростанций составляет более 20 лет, 30% электростанций - более 30 лет. По данным Министерства инвестиций и развития, около 36% газовых турбин, 27% гидротурбин и 23% паровых энергоблоков превысили допустимые сроки технической эксплуатации.

Рисунок 3. Распределение выработки электроэнергии по источникам, млрд кВт/ч



Источник: данные компании

Тарифное регулирование

Правительство разрабатывает программы развития отрасли и утверждает предельные тарифы генерирующих компаний. Министерство инвестиций и развития (МИР) реализует государственную политику и разрабатывает нормативно-правовую базу отрасли. Агентство по регулированию естественных монополий (АРЕМ) при Министерстве национальной экономики устанавливает тарифы и утверждает инвестиционные программы компаний в энергетическом секторе. Тарифы распределительных компаний, тепловых электростанций и компаний, занимающихся покупкой и продажей электро- и тепловой энергии, устанавливаются индивидуально в соответствии с их положением - естественных монополистов, в то время как тарифы для энергопроизводящих компаний определяются согласно классификации.

Тарифы для энергопроизводящих организаций определяются в соответствии с Законом РК «Об электроэнергетике», и делятся на три типа: 1) предельные тарифы, 2) расчетные тарифы, 3) индивидуальные тарифы. Текущее тарифное регулирование учитывает операционные расходы и капитальные затраты, и позволяет генерировать прибыль на инвестированный капитал. В 2009 году Министерство инвестиций и развития (бывшее Министерство индустрии и новых технологий) установило предельные тарифы для 13 групп энергопроизводящих компаний на период с 2009 по 2015 года. Компании были разделены на группы на основе следующих показателей:

- объема мощности (менее 100МВт, между 100-300МВт, более 300 МВт),

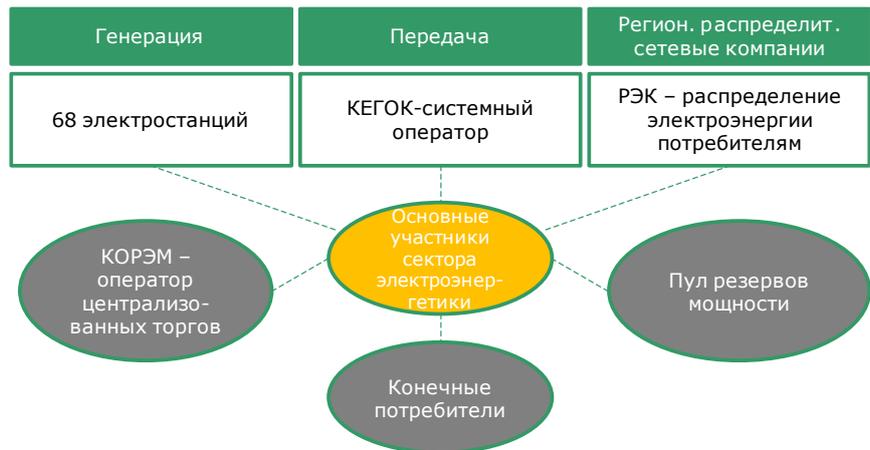
- удаленности от источников топлива (менее 500км, между 500-1,000км, более 1,000км),
- себестоимости реализованной продукции (точнее, в зависимости от используемого вида топлива: уголь, импортируемый газ, внутренний газ, мазут),
- капиталовложений.

Предельные тарифы для 13 групп компаний ежегодно в среднем повышаются на 7-8% в 2009-2015 годах. В случае если предельные тарифы не позволяют выполнить инвестиционные обязательства энергопроизводящей компании, то она вправе подать заявление в МИР для установления в индивидуальном порядке расчетного или индивидуального тарифа. На практике генерирующие компании подают только на установление индивидуального тарифа. Так как Самрук-Энерго был основан в 2007 году, Мойнакская ГЭС была единственной дочерней компанией подавшей заявку на изменение тарифа. Компания согласовала индивидуальный тариф с АРЕМ на период 2012-2022 года в связи с изменениями в инвестиционной программе.

Правительство планирует отказаться от текущего режима тарифного регулирования, и установить две предельных тарифа, начиная с января 2016 года, на мощность и на объем электроэнергии. В отличие от старого, новый режим будет покрывать инвестиционные требования, и стимулировать инвестиции в строительство новых мощностей. В соответствии с изменениями в Законе РК «Об электроэнергетике», новые предельные тарифы будут утверждаться по группам энергопроизводящих организаций на основе вышеуказанных критериев, сроком не менее семи лет с ежегодным пересмотром. В первый год применения нового тарифа, предельный тариф на электроэнергию будет установлен исходя из максимальной фактической цены за предшествующий год, в то время как предельный тариф на мощность – из нормы прибыли на капитал, полученной в предшествующий год, и из нормы прибыли на капитал, инвестируемый в модернизацию, реконструкцию и переоборудование объектов генерации в течение следующие семь лет.

Самрук-Энерго является естественным монополистом в сегменте по передаче и распределению электроэнергии (в Алматы и Мангистауской области), по производству и сбыта тепловой энергии (в Алматы и Актюбинской области). Тарифы в данных сегментах устанавливаются на индивидуальной основе как минимум ежегодно и рассчитываются по принципу «затраты плюс», что предполагает компенсацию определенных затрат и получение допустимого уровня доходности на базу регулируемых активов. С января 2013 года к региональным энергопередающим и энергораспределительным компаниям может применяться тариф, рассчитываемый с применением метода сравнительного анализа. Данный метод позволяет учитывать при расчете тарифа стоимость услуг и цены, взимаемые другими региональными передающими и распределяющими компаниями, а также определенные качественные факторы. Данный тариф утверждается АРЕМ совместно с МИР на каждый год сроком на три года, что позволит лучше прогнозировать операционные денежные потоки.

Рисунок 4. Структура рынка электроэнергетики



Источник: данные компании

Деятельность компании

Производство электро- и теплоэнергии

Самрук-Энерго является крупнейшей в Казахстане компанией с генерирующими активами с установленной мощностью в 9 665,2 МВт, что составляет 47,3% от суммарной установленной мощности электростанций страны. На долю компании приходилось 38% общего объема производства электроэнергии в стране в 2012 году. Самрук-Энерго самостоятельно управляет генерирующими активами и сдает гидроэлектростанции другим лицам.

В целях удовлетворения растущего спроса в электроэнергии, Самрук-Энерго занимается вводом в эксплуатацию новых генерирующих объектов, а также реконструкцией существующих. Значительная разница между производственной и установленной мощностью компании типична для всей отрасли, которая может снизиться после реконструкций и привести к существенному росту объема производства.

Модернизация существующей мощности

Самрук-Энерго планирует восстановить и модернизировать производственную мощность в четырех главных электростанций: ЭГРЭС-1, ЭГРЭС-2, АлЭС и Актобе ТЭЦ. Компания планирует выделить Т309млрд на капиталовложения в течение 2013-2017 гг. и увеличить производственную мощность на 1 675 МВт.

ЭГРЭС-1 производит электроэнергию, используя топливо с угольного разреза Богатырь-Комир. Устаревшие генерирующие мощности компании стали причиной значительной разницы между установленной и потенциальной производственной мощностью. Для устранения этой разницы, компания планирует к 2017 году восстановить и модернизировать энергоблоки, инвестируя Т229,7млрд, что позволит выйти на проектную мощность в 4 000 МВт. В декабре 2013 года компания приобрела оставшиеся 50% акций в ЭГРЭС-1.

СЭ владеет 50% акций в ЭГРЭС-2, совместном предприятии с российской компанией ИНТЕР РАО. ЭГРЭС-2 занимает четвертое место по установленной мощности в Казахстане. На текущий момент третий энергоблок электростанции находится на этапе строительных работ, и

ожидается, что он позволит увеличить производственную мощность на 660 МВт и объем производства на 4,5млрд кВт/ч. Строительство энергоблока планируется завершить к 2015 году. Проект финансируется за счет займа, предоставленного Внешэкономбанком и Евразийским банком развития, по 15млрд каждый, которые гарантируются Самрук-Казына и ИНТЕР РАО.

Рисунок 5. Характеристики электростанций, принадлежащих Самрук-Энерго

Электростанции					
Электростанции	Доля СЭ	Установ. мощность, МВт	Производ. мощность, МВт	Объем выработки, млрд кВт/ч	Топливо
ЭГРЭС-1	100%	4 000	2 950	13,5	уголь
ЭГРЭС-2	50%	1 000	922	6,3	уголь
Жамбылская ГРЭС	50%	1 230	1 084	1,6	газ
АлЭС	100%	1 239	922	5,2	53%-уголь, 33%-газ, 15%-мазут
Актобе ТЭЦ	100%	102	76	0,6	газ
Мойнакская ГРЭС	51%	300	300	0,9	вода
Шардаринская ГРЭС	100%	100	57	0,5	вода
<i>ГЭС, сданные в аренду</i>					
Бухтарминская	90%	750	675	2,0	вода
Усть-Каменнагорская	90%	331	315	1,2	вода
Шульбинская	92%	702	702	1,7	вода
Теплоэлектростанции					
Электростанции	Доля СЭ	Установ. мощность, МВт	Производ. мощность, МВт	Объем выработки, млрд кВт/ч	Топливо
АлЭС	100%	3 922	-	5,0	53%-уголь, 33%-газ, 15%-мазут
Актобе ТЭЦ	100%	1 139	-	1,8	газ

Источник: данные компании

Алматинские Электрические Станции генерируют электрическую и тепловую энергию, обеспечивая порядка 70% спроса в Алматы и Алматинской области. АлЭС является субъектом естественной монополии по производству тепловой энергии и субъектом рынка, занимающим доминирующее положение по производству электрической энергии. Компания планирует реконструкцию ТЭС-1 с установкой парогазового блока вместо старого генерирующего оборудования, что позволит уменьшить негативное воздействие на экологию региона и снизить выбросы вредных веществ. Реконструкция ТЭС-1 является капитальным вложением на поддержание, следовательно, производственная мощность не будет увеличена. Сумма инвестиций в реконструкцию объекта оценивается в 118,2млрд.

Актобе ТЭЦ является газовой электростанцией, основным топливом которой является нефтяной попутный газ Жанажолского месторождения. Компания планирует увеличить установленную мощность на 15МВт до 117МВт, установив новый турбоагрегат. Стоимость проекта оценивается в 15,6млрд, а завершение модернизации планируется на 2014 год.

Инвестиции в новую производственную мощность

Самрук-Энерго завершил строительство Мойнакской ГЭС в 2011 году и Капчагайской СЭС в 2013 году, а также три проекта - Балхашская ТЭС,

Кербулакская ГЭС и первая ветряная электростанция находятся на стадии строительства в Казахстане. Новые три электростанции должны увеличить производственную мощность компании на 1,477МВт и потребуют инвестиции в размере Т89млрд следующие четыре года. Доля электроэнергии, произведенной с использованием возобновляемых источников энергии, в объеме суммарного производства относительно невелика, но СЭ намерен увеличивать ее в общем портфеле генерирующих активов.

В 2012 году компания ввела в эксплуатацию Мойнакскую ГЭС с двумя турбинами мощностью по 150 МВт каждая и среднегодовой выработкой в 1млрд кВт/ч вблизи Алматы. Станция занимает пятое место по размеру и установленной мощности в стране. Мойнакская ГЭС предназначена для покрытия дефицита мощности Южного региона и покрытия пиковых нагрузок в частности в Алматинской области. Самрук-Энерго принадлежит 51% акций в проекте, в то время как остальная часть принадлежит Ак Бірлік, частной архитектурно-строительной фирме. Стоимость проекта оценивается в \$360млн, финансирование которого было уже осуществлено за счёт кредитов Банка Развития Казахстана (\$113млн) и Банка Развития Китая (\$200млн).

В декабре 2013 года была введена в эксплуатацию Капчагайская СЭС с установленной мощностью 2МВт и среднегодовой выработкой 3,6 млн кВт/ч. Станция будет удовлетворять потребность в электроэнергии 600 домов. Общая стоимость проекта составила Т1,7млрд.

Строительство Балхашской ТЭС мощностью 1 320МВт было начато в сентябре 2012 года. ТЭС будет состоять из двух модулей мощностью 660МВт каждая с перспективой увеличения их количества до 4 модулей. Установленная производственная мощность оценивается в 9,2 млрд кВт/ч. Строительство планируется завершить в 2018-2019 годах. В апреле 2012 года, 75% + 1 акций ТЭС были проданы корпорации Samsung (Корея). По словам министра инвестиций и развития Асета Исекешева, стоимость проекта оценивается в Т600млрд. Доля Казахстана в капзатрах проекта Балхашская ТЭС составляет Т45млрд, из которых Т16млрд уже было выделено из бюджета и Т11млрд тенге было одобрено и еще Т17млрд будет выделено в 2017 году¹.

В апреле 2013 года Самрук-Энерго и Евразийский банк развития подписали договор на открытие кредитной линии на сумму Т14,2 млрд на финансирование строительства первой крупной Ветровой Электрической Станции (ВЭС) на площадке Ерейментау, Акмолинской области, мощностью 45 МВт. Планируемый объем вырабатываемой электроэнергии составляет более 172млн кВт/ч, что позволит сэкономить около 60 тыс. тонн угля.

Компания планирует строительство Кербулакской ГЭС, контррегулятора² Капшагайской ГЭС, на реке Или. Проект будет завершен к 2017 году и позволит увеличить производственную мощность Капшагайской ГЭС на 112МВт до 300МВт. Ориентировочная стоимость оценивается в Т28млрд, 70% из которых планируется финансировать за счет кредитных линий банков, а остальные - за счет капитала.

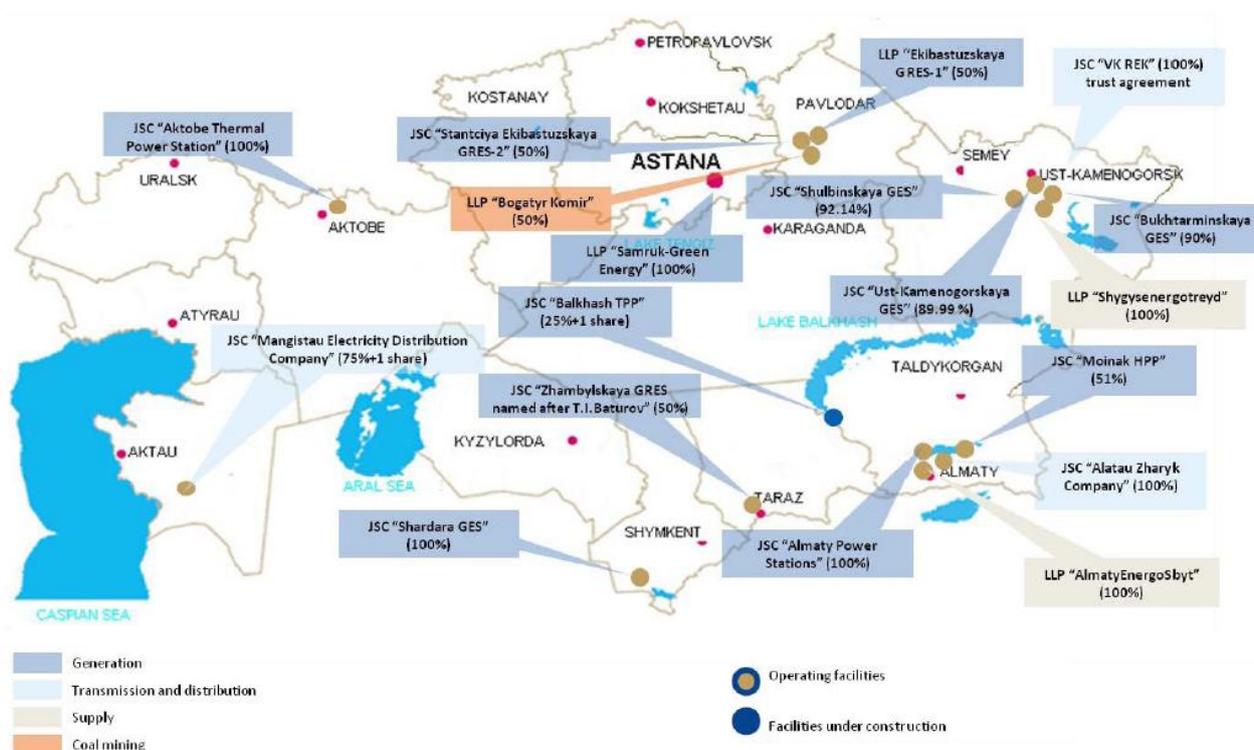
¹ <http://brgazeta.kz/15-13320-120413/1124-2013-04-19-06-08-02.html>

² Резервуар воды позволяющий сохранить до 55млн.куб.м воды в зимнее время для использования их в ирригационный период.

Гидроэлектростанции, находящиеся на аренде

Самрук-Энерго принадлежит 5 гидроэлектростанций, три из которых были сданы в аренду. Усть-Каменогорская ГЭС и Шульбинская ГЭС были переданы Tau Tower BV на основе концессионного договора до 2017 года, в то время как Бухтарминская ГЭС - Казастур Цинк А.Г. до 2022 года. Согласно концессионному договору активы двух первых гидроэлектростанций были переданы Tau Tower BV с правом владения, пользования и распоряжения. Концессионные компании несут полную ответственность за имущество и деятельность гидроэлектростанций, а также риски и доходы, связанные с работой гидроэлектростанций. Самрук-Энерго получает арендные платежи от Казастур Цинк А.Г. \$8,5млн в год, но не получает их от Tau Tower BV. Только Бухтарминская ГЭС консолидируется в финансовом отчете Самрук-Энерго в качестве инвестиционной собственности, балансовая стоимость которой составила Т825млн в 2013 году.

Рисунок 6. Месторасположения электростанций



Источник: данные компании

Распределение и передача электроэнергии

Самрук-Энерго владеет и управляет сетью электропередач и распределения в Алматы и Мангистауской области. Длина линий электропередач составляет 30 454км, что представляет 6,9% от общей длины линий электропередач страны. Компания также управляет Восточно-Казахстанской региональной энергетической компанией в соответствии с соглашением о доверительном управлении.

Мангистауская распределительная электросетевая компания (МРЭК) является субъектом естественной монополии, контролирующим 55% рынка по передаче и распределению электро- и теплоэнергии в

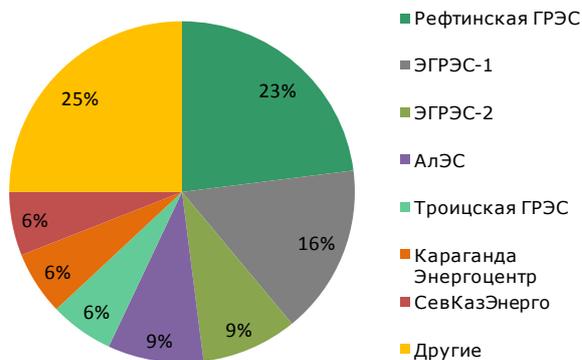
Мангистауской области и 2,5% в стране. МРЭК осуществляет передачу и распределение электроэнергии нефтедобывающим компаниям в отдалённых сельских районах Мангистауской области.

Алатау Жарык Компаниясы также монополист, контролирующей 62% рынка по передаче и распределению электро- и теплоэнергии в Алматы и Алматинской области. Основным клиентом АЖК является компания АлматыЭнергоСбыт, главный поставщик электрической энергии в Алматы.

Производство угля

СЭ покупает 90% угля используемых на угольных электростанциях у Богатырь Комир, конечными акционерами которого являются Самрук-Энерго (50%) и РУСАЛ (50%). Богатырь Комир является крупнейшей угледобывающей компанией в Казахстане, на долю которой приходится 45% добычи угля в стране и 70% от объема угля, добываемого в Экибастузском бассейне.

Рисунок 7. Основные клиенты Богатырь Комир в 2013 году



Источник: данные компании

В 2008 году СЭ и РУСАЛ, российский производитель алюминия, подписали соглашение о создании совместного предприятия, согласно условиям, которого СЭ купил 50% акций в компании Forum Muider B.V., владеющей 100% долей Богатырь Комир за \$345млн.

Богатырь Комир добывает уголь в двух разрезах, Богатырь и Северный, запасы которых составляют 3млрд тонн угля. Производственная мощность разреза Богатырь составляет 32млн тонн угля в год, тогда как мощность разреза Северный - 10млн тонн. Богатырь Комир поставляет уголь на энергогенерирующие объекты СЭ и другие объекты, расположенные в Казахстане и России. Угольные разрезы расположены недалеко от ЭГРЭС-1 (50км) и ЭГРЭС-2 (30км), что позволяет контролировать транспортные расходы.

В 2011 году Богатырь Комир экспортировал 37,7% от общего объема производства угля в Россию и Кыргызстан. Компания также поставляет уголь населению и предприятиям в целях отопления, но их доля от общей добычи составила всего 3,8% в 2011 году.

Самрук-Энерго полностью удовлетворяет текущие потребности своих угольных электростанций с помощью своего производства, ежегодное потребление которых составляет около 11,3млн тонн угля в год. Это, на наш взгляд, является выгодным для Самрук-Энерго, и в

значительной степени отражено в высокой прибыльности ЭГРЭС-1 (маржа прибыли 41%) и ЭГРЭС-2 (42%).

Кредитные риски

Долг в основном сосредоточен на материнском уровне

Более 60% от общего долга, включая еврооблигации СЭ, сосредоточено на материнском уровне, в то время как весь денежный поток поступает от дочерних и совместных предприятий в виде дивидендного дохода, что на наш взгляд, создает структурный дисбаланс.

Приватизационные риски

Самрук-Казына планирует продать 5-15% акций Самрук-Энерго в рамках программы «Народное IPO» в 2015 году. Решение сохранить у себя мажоритарный пакет акций в Самрук-Энерго является позитивным для кредитного профиля, по нашему мнению. Мы считаем, что СЭ сохранит роль стратегически важного актива, получающего государственную поддержку; и соответственно, на спрос на еврооблигации СЭ должна и впредь положительно влиять поддержка акционера. С другой стороны, уровень прозрачности и качество отчетности СЭ должны улучшиться после продажи пакета акций. Мы считаем размещение капитала позитивным событием для кредитного профиля, так как доходы от размещения позволят снизить левередж.

Правительство также потребовало у СЭ продать три своих генерирующих актива, подразделения по распределению и сбыту электроэнергии в 2014-2015 годах, что, скорее всего, негативно скажется на кредитном профиле, так как на данные объекты, по нашим оценкам, приходится 53% EBITDA и 10% долга группы на конец 2013 года. Однако негативный эффект частично компенсирован консолидацией ЭГРЭС-1 с относительно низким левереджем и высокой доходностью. Вклад ЭГРЭС-1 в EBITDA группы в 2013 году составил T16,3млрд, в то время как EBITDA самой компании составила T49,5млрд (T25млрд в 1П2014 года) согласно нашим оценкам. Общий долг ЭГРЭС-1 был на уровне T10,5млрд в 2013 году и T32млрд в 1П2014 года. Мы считаем, что консолидация ЭГРЭС-1 полностью компенсирует снижение EBITDA в результате потенциальных продаж, в то время как общий долг незначительно увеличится.

Высокие капзатраты при сильной государственной финансовой поддержке

Согласно проспекту эмиссии еврооблигаций, объем запланированных капиталовложений на модернизацию существующей мощности составляет T238млрд в 2013-2015 годах. Компания планирует финансировать 55% инвестиций путем долгового финансирования, а остальную часть за счет - государственного бюджета и собственных денежных потоков. Устаревшая база активов требует реконструкций и восстановительных работ. В 2012-2013 годах уровень капитальных затрат составил T34млрд and T51млрд, соответственно, намного ниже запланированного уровня на 2014-2015 года (T114млрд и T121млрд). Данные капзатраты включают строительство Кербулакской ГЭС, Капчагайской СЭС, и Балхашской ТЭС и реконструкцию трех энергоблоков ЭГРЭС-1 и т.д.

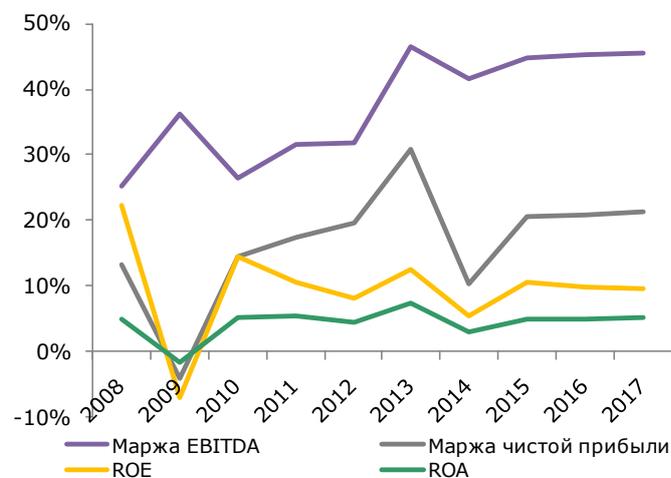
В 2008-2013 годах компания получила вложения в капитал на сумму Т111млрд и ожидает дополнительных вливаний в капитал в 2014-2018гг на сумму Т103млрд на модернизацию Алматинских Электрических Станций и строительство Балхашской ТЭС. Более того, компания получила около Т123млрд в результате передачи активов (51% акций в ЭГРЭС-1). Государство также поддерживает СЭ на межправительственном уровне, гарантируя займы от Государственного Банка Китая, полученного на строительство Мойнакской ГЭС.

Мы считаем, что государство продолжит предоставление финансовой поддержки, так как инвестиционный план компании включает в себя стратегически значимые проекты для страны.

Операционные денежные потоки растут, но не достаточны, чтобы покрыть растущие капвложения

В результате увеличения объема продаж и повышений тарифов на электричество EBITDA компании стремительно росла в 2009-2013 годах, за исключением 2010 года. В частности маржа EBITDA была в пределах 25-30% в течение периода, с резким увеличением до 36% в 2009 году, обусловленным единовременным восстановлением убытков от обесценения, но выросла до 47% в 2013 году благодаря началу поступления денежных средств от Мойнакской ГЭС, консолидации новых активов и высокому вкладу ЭГРЭС-1. Несмотря на устойчивый рост операционных денежных потоков, свободные денежные потоки оставались отрицательными в 2010-2013 годах из-за значительных капвложений. Мы отмечаем, что если компания намерена сохранить инвестиционный уровень рейтинга, то способность привлечения дополнительного займа представляется нам ограниченной. Мы ожидаем, что маржа EBITDA стабилизируется на уровне около 45% на фоне роста тарифов и умеренного роста операционных расходов (в среднем на 9% в год). По нашим оценкам, свободный денежный поток останется отрицательным под давлением высоких капиталовложений в течение 2014-2016 годов.

Рисунок 8. Коэффициенты рентабельности

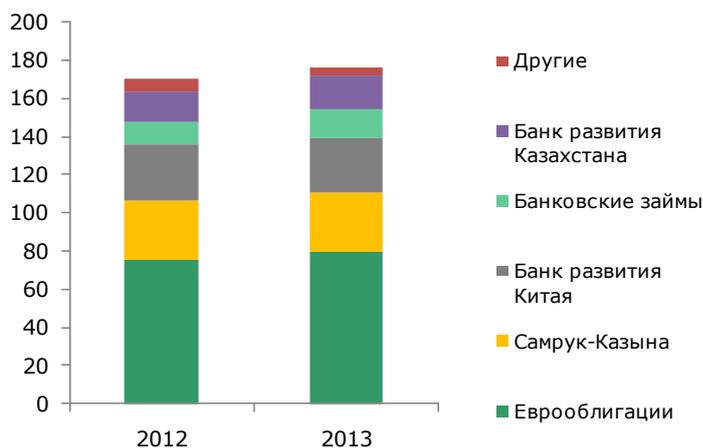


Источник: данные компании

Высокая долговая нагрузка в связи с высокими инвестиционными потребностями

В 2013 году общий долг компании составил Т177млрд и чистый долг - Т116млрд. Основную часть долга, 45% или Т79,5млрд в 2013 году составили еврооблигации. Займы от акционера составили Т30,8млрд или 17% от общего долга, а кредиты от Банка Развития Казахстана и Китая – Т46,5млрд или 26%.

Рисунок 9. Структура долга, млрд тенге



Источник: данные компании

В 2013 году компания подписала соглашение об открытии необеспеченной кредитной линии сроком на 10 лет с Евразийским Банком Развития на сумму Т14млрд, из которых Т9,2млрд были получены в конце 2013 года. Данная сумма будет использована в целях финансирования строительства первой ветряной электростанции в регионе Астаны.

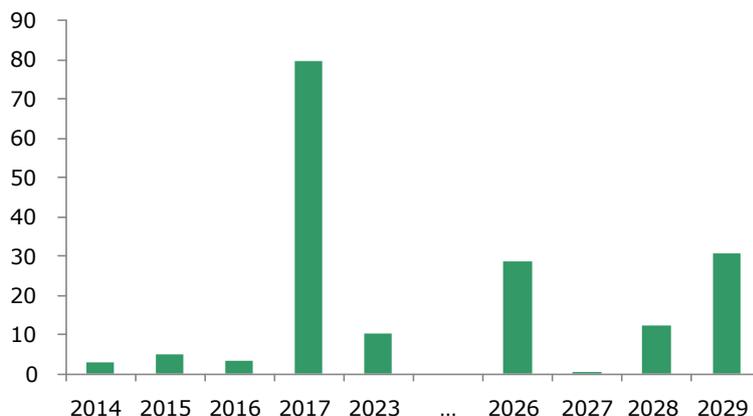
В 2010 году компания получила заем от акционера на финансирование приобретения 50% акций Forum Muider в размере Т48млрд со сроком до сентября 2029 года по ставке 1,2%, а также на строительство электрической подстанции Алатау Жарык Компаниясы в размере Т7млрд по ставке 2% до января 2024 года. Займы от Банков Развития Казахстана и КНР подлежат погашению начиная с 2025 года. Данные займы обеспечены государственной гарантией от Министерства Финансов и корпоративной гарантией от Самрук-Казына. Компания не имеет крупных погашений в краткосрочной перспективе, за исключением погашения еврооблигаций в 2017 году. Мы считаем, что долговая нагрузка останется высокой. Однако она должна слегка снизиться в связи с началом поступления денежных потоков от Мойнакской ГЭС и увеличением производственной мощности в ближайшие годы.

Уровень долговой нагрузки компании является высоким из-за потребностей в капиталовложениях. Соотношение долга к капиталу было на уровне 46% в 2013 году. По нашим оценкам, соотношение общего долга к EBITDA составило 2,8x в конце 2013 года, в то время как чистый долг/EBITDA – 1,8x.

Тем временем, ликвидная позиция СЭ является устойчивой с ликвидными активами в Т60,8млрд (9,8% от общего объема активов) и

доступными кредитными средствами в Т6млрд по сравнению с краткосрочным долгом в Т11,3млрд.

Рисунок 10. Сроки погашения задолженностей, млрд тенге



Источник: данные компании

Мы прогнозируем, что долг компании достигнет Т355млрд в 2014 году после получения займа в Т200млрд от акционера на приобретение 50% доли в ЭГРЭС-1. Соотношение чистого долга к EBITDA и коэффициент покрытия процентных расходов ухудшатся в 2014-2017 годах в результате роста долга и капиталовложений.

Рисунок 11. Показатели леввереджа на конец периода

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Leverage										
EBITDA/Процен. расходы	5,5x	3,7x	3,0x	5,0x	5,7x	6,8x	5,1x	4,3x	4,4x	4,8x
Долг/EBITDA	6,8x	4,5x	5,1x	3,7x	5,7x	2,8x	3,9x	3,6x	3,3x	3,1x
Чистый долг/EBITDA	5,7x	4,0x	4,2x	1,8x	2,5x	1,8x	3,6x	3,5x	3,2x	2,9x
Долг/Капитал	239%	247%	77%	58%	58%	46%	80%	78%	68%	60%
Долг/Активы	53%	56%	35%	31%	33%	29%	38%	38%	35%	32%

Источник: данные компании

Отрицательный прогноз рейтингов

8 августа, Fitch сохранило рейтинг СЭ на уровне BBB в списке Rating Watch Negative из-за «неопределенности вокруг готовности государства поддерживать кредитные показатели СЭ устойчивыми, при одновременном стимулировании капиталоемкой стратегии».

Fitch может снизить рейтинг СЭ в случае ослабления связей между государством и компанией. Fitch оценивает самостоятельную кредитоспособность Самрук-Энерго как на уровне B.

16 мая S&P подтвердило кредитный рейтинг Самрук-Энерго на уровне BB+ с негативным прогнозом. S&P может снизить рейтинги СЭ в случае возникновения следующих факторов:

- 1) отсутствия действий для сохранения соотношения долга к EBITDA в диапазоне 3,0x-4,0x и операционного денежного потока к долгу в диапазоне 20%-30%;
- 2) ухудшения ликвидности и графика погашения долга, или возникновения признаков ослабления поддержки государства,

включая увеличение риска приватизации, с потерей мажоритарного пакета.

Мы считаем, что потенциальное снижение рейтинга СЭ от S&P и Fitch должно быть отражено в доходностях СЭ'17 (BBB-), так как они торгуются на одном уровне с Интергаз'17 (BB+).

Облигации

В обращении у СЭ имеется два выпуска необеспеченных приоритетных облигаций деноминированных в долларах США и тенге (Рис. 12). Рейтинг компании получает положительную корректировку в пять ступеней от Fitch и на три ступени от S&P благодаря государственной поддержке. Прогноз по рейтингам компании обеих агентств является негативным.

Рейтинг выпуска еврооблигаций находится на одну ступень ниже рейтинга эмитента. В случае снижения кредитного рейтинга СЭ Fitch, рейтинг выпуска еврооблигаций выпадет из инвестиционного уровня.

Рисунок 12. Облигации Самрук-Энерго

Эмитент	Объем (млн)	Валюта	Купон	Дата выпущка	Срок погаш.	Дох. спроса	Цена спроса	Рейтинг
Самрук-Энерго	500	доллар	3,75%	дек.12	дек.17	3,20%	101,8	BBB- - BB+
Самрук-Энерго	3 000	тенге	6,00%	ноя.12	ноя.15	4,20%	102,07	BBB- - BB+

Источник: Bloomberg, KASE

Рекомендация

СЭ'17 торгуется на уровне z+212, намного ниже (44бп), чем Казахстан Инжиниринг'16 (BBB-/Ba2/-), и почти на одном уровне с Интергаз'17 (BBB-/-/BB+). Кредитный рейтинг СЭ на самостоятельной основе является низким (на уровне В и В+ от Fitch и S&P), по сравнению с Интергазом (на уровне Ba2 от Moody's и BB от S&P), но на одном уровне с Казахстан Инжиниринг (B2 от Moody's и B от Fitch). Учитывая высокую стратегическую значимость СЭ, и потенциальный рост мощностей выработки электроэнергии, и сильную рыночную позицию с одной стороны, и повышенную необходимость в капвложениях, а также ухудшение кредитных показателей, с другой стороны, наш взгляд на облигации СЭ у нас является нейтральным. Учитывая одинаковые рейтинги и разницу в сроках погашения еврооблигаций КИ и СЭ, по нашим оценкам, КИ'16 следует торговаться с премией в 30бп к СЭ'16.

Тенговые облигации СЭ являются неликвидными, так как после первичного размещения облигаций в размере Т2млрд в июне 2013 года по ставке 7,0%, торги по ним не производились. Мы рекомендуем держать еврооблигации СЭ из-за ограниченного потенциала снижения доходности и держать тенговые облигации в связи с низким уровнем ликвидности.

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной

в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Измен

в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2014, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент Продаж
Ардак Нурахаева, +7 (727) 244-6991
a.nurakhayeva@halykfinance.kz

Для институциональных инвесторов:
Мария Пан, +7 (727) 244-6545
m.pan@halykfinance.kz

Айжан Туралиева, +7 (727) 259-6202
a.turaliyeva@halykfinance.kz

Департамент исследований
Директор Исследований
Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Макроэкономика
Аскар Ахмедов,
a.akhmedov@halykfinance.kz

Долевые инструменты
Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
b.madybaev@halykfinance.kz

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
y.mustafin@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 230-0153
s.amangeldi@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
Пр. Аль-Фараби, 19/1, «БЦ Нурлы Тау», 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 259 0467
Факс.+7 (727) 259 0593
<http://eng.halykfinance.kz/>

Для розничных инвесторов
Дарья Манеева, +7 (727) 244-6980
d.maneyeva@halykfinance.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203
s.mukanova@halykfinance.kz

Equity Research
Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
m.zhumadil@halykfinance.kz

Еркин Абрахманов, +7 (727) 244-6538
y.abdrakhmanov@halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance