Fitch podtrzymuje ocenę ratingową dla polskiej spółki ENEA na poziomie „BBB"; Perspektywa stabilna

Fitch Ratings, Warszawa/Londyn, 27 kwietnia 2015 r.: Fitch Ratings potwierdził długoterminowy rating spółki ENEA S.A. („ENEA", „Spółka") w walucie krajowej i zagranicznej na poziomie „BBB" oraz krajowy rating długoterminowy na poziomie „A(pol)" ze stabilną perspektywą.

Potwierdzenie ratingów wynika z wysokiego udziału działalności regulowanej (dystrybucja energii elektrycznej) w wyniku EBITDA, co przekłada się na większą przewidywalność przepływów pieniężnych Spółki w okresie niekorzystnym dla innego kluczowego segmentu – wytwarzania.

Ratingi odzwierciedlają równowagę ryzyk między względnie stabilną, regulowaną działalnością dystrybucyjną a działalnością wytwórczą w pogarszającym się otoczeniu operacyjnym i przy dużej koncentracji paliwowej (węgiel kamienny) i lokalizacyjnej aktywów wytwórczych.

Na chwilę obecną Spółka jest zadłużona w niewielkim stopniu. Fitch spodziewa się jednak, że w wyniku dużego programu inwestycyjnego wielkość dźwigni finansowej netto opartej na przepływach środków z działalności operacyjnej (FFO) ENEA wzrośnie do około 3,0x w latach 2017-2019 z poziomu 0,7x w 2014 r. Dźwignię finansową na poziomie 3,0x uważamy za maksymalną na obecnym poziomie ratingów.

GŁÓWNE CZYNNIKI RATINGU

Przewidywalna regulowana działalność
Korzystny dla ratingu ENEA jest nadal wysoki udział przewidywalnej regulowanej działalności dystrybucyjnej w EBITDA (61% w 2014 r.). Oczekujemy, że udział regulowanego segmentu dystrybucji w EBITDA wyniesie ok. 55%-60% w perspektywie średniookresowej, w zależności od utrzymywania się poziomu przychodu regulowanego (ryzyko związane z malejącym średnim ważonym kosztem kapitału (WACC) z powodu niskich stóp procentowych) oraz wyników segmentu wytwarzania.

Działalność wytwórcza pod presją
Oczekujemy, że przepływy pieniężne segmentu wytwarzania ENEA (37% EBITDA z 2014 r.), który oparty jest głównie na węglu, pozostaną pod presją w latach 2015-2016 z uwagi na m.in. niskie ceny energii elektrycznej na rynku hurtowym, malejącą ilość darmowych uprawnień do emisji CO_2 przyznawanych Spółce oraz coraz większy udział wspieranych dotacjami odnawialnych źródeł energii. Dodatkowo, 2014 r. był ostatnim rokiem pozostawania ENEA w programie pomocowym związanym z przedterminowym rozwiązaniem umów długoterminowych sprzedaży energii elektrycznej – ostateczne rozliczenie poziomu rekompensaty nastąpi prawdopodobnie w 2015 r. W rezultacie obszar wytwarzania konwencjonalnego od 2016 r. nie będzie już wspierany rekompensatami z tyt. KDT.

Niekorzystny wpływ trudnych warunków rynkowych w segmencie wytwarzania jest redukowany dzięki programowi oszczędności kosztowych realizowanemu w tym segmencie. Nie spodziewamy się, by zmiana strukturalna na polskim ryku wytwarzania była aż tak szybka i dalekosiężna jak

w Niemczech i zauważamy, że połączenia międzysystemowe także poprawiają się jedynie stopniowo dając czas na dostosowanie się graczom na rynku krajowym.

Ograniczona dywersyfikacja źródeł wytwórczych
Profil biznesowy ENEA ograniczony jest niewielkim zróżnicowaniem paliw wytwórczych na poziomie Grupy oraz dużą koncentracją aktywów (ponad 90% wytwarzania oparte jest na węglu i ma miejsce w opalanej węglem kamiennym Elektrowni Kozienice). Mając na uwadze wytwarzanie oparte na spalaniu węgla, ENEA jest także mocno eksponowana na koszty emisji dwutlenku węgla, co jest jednak ograniczane darmowymi uprawnieniami do emisji CO_2, które jednak są stopniowo wycofywane w latach 2013-2020.

Rosnąca dźwignia finansowa
Obecnie ENEA posiada niską dźwignię finansową oraz duży zapas finansowy w ocenie ratingowej. Jednakże, rozległy program CAPEX na lata 2015-2019, dotyczący głównie budowy nowego bloku o mocy 1 GW w Elektrowni Kozienice oraz segmentu dystrybucji, będzie skutkował osiągnięciem w tym okresie ujemnych wolnych przepływów pieniężnych oraz znacznym wzrostem zadłużenia. Według prognoz Fitch może to zwiększyć dźwignię finansową netto opartą na przepływach środków z działalności operacyjnej (FFO) do poziomu ok. 3x w latach 2017-2019 z poziomu 0,7x w 2014 r. i dodatniej pozycji gotówkowej netto z 2013 r. Dźwignię finansową na poziomie 3,0x uważamy za maksymalną na obecnym poziomie ratingów.

Rozbudowany program CAPEX
Program CAPEX na lata 2014-2020 wynosi 20 mld zł, z czego 11,8 mld zł dotyczy podstawowych nakładów inwestycyjnych na konwencjonalne wytwarzanie energii elektrycznej (w tym rozbudowę Elektrowni Kozienice) oraz na segment dystrybucji, podczas gdy 7,7 mld zł jest przeznaczone na dodatkowe inwestycje w nowe projekty w odnawialne źródła energii i kogenerację. W ramach tego programu ENEA wydała 2,6 mld zł w 2014 r. i planuje zrealizować największe nakłady CAPEX w roku 2015 (3,6 mld zł). Rozumiemy, że Zarząd może dowolnie rozdysponować 7,7 mld zł na dodatkowe inwestycje zależnie od osiąganych przepływów pieniężnych oraz poziomu wskaźników finansowych, w tym kowenantów będących częścią niektórych umów związanych z finansowaniem dłużnym.
Nasze projekcje na potrzeby oceny ratingowej zakładają, że nakłady inwestycyjne ENEA wyniosą ok. 11,5 mld zł w latach 2015-2019. Na podstawie naszych prognoz przepływów pieniężnych, uznaniowy plan CAPEX ENEA w zakresie źródeł odnawialnych musiałby zostać zredukowany w latach 2018-2019, aby dźwignia finansowa mogła pozostać na poziomie 3x.

Oszczędności kosztowe
Program redukcji kosztów ENEA zmniejsza wpływ niekorzystnych warunków rynkowych w obszarze wytwarzania konwencjonalnego na przepływy pieniężne ENEA. W roku 2014 ENEA zredukowała koszty o 252 mln zł, głównie w obszarze wytwarzania (133 mln zł) oraz dystrybucji (102 mln zł). Program redukcji kosztów obejmuje poprawę efektywności wykorzystania aktywów wytwórczych oraz zmniejszenie liczby pracowników o 4% w 2014 r. (z wyłączeniem nabycia MPEC Białystok). Dodatkowo, ENEA zoptymalizowała zarządzanie różnymi jednostkami organizacyjnymi w całej Grupie i poprawiła wskaźniki jakościowe w segmencie dystrybucji.

Tłumaczenie dokumentu zostało wykonane przez ENEA S.A.

Rating na poziomie jednostkowym
ENEA w 51,5% należy do Skarbu Państwa (A-/Perspektywa stabilna), lecz Fitch ocenia ją indywidualnie, bez brania pod uwagę wsparcia państwa, ponieważ Spółka działa na zasadach w pełni komercyjnych i naszym zdaniem powiązania prawne, operacyjne i strategiczne z państwem są umiarkowane i zgodne z kryteriami oceny powiązań Spółki Dominującej i Spółki Zależnej.

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA

Główne założenia Fitch w zakresie oceny Emitenta obejmują:
- Brak znaczących zmian cen hurtowych energii elektrycznej w okresie objętym prognozą
- Powrót cen węgla dla ENEA do poziomu roku 2013 oraz ok. 50% wzrost cen rynkowych CO_2 w horyzoncie pięcioletnim
- Większa produkcja energii elektrycznej od połowy 2017 r. z powodu oddania do użytku nowego bloku w Kozienicach o mocy 1GW
- Stabilny wolumen dystrybucji i sprzedaży
- Program CAPEX na poziomie ok. 11,5 mld w latach 2015-2019

CZYNNIKI ZMIANY RATINGU

Potencjał wzrostu oceny ratingowej dla ENEA jest ograniczony z powodu rozległego programu CAPEX Spółki oraz naszych oczekiwań, że wielkość dźwigni finansowej netto opartej na przepływach środków z działalności operacyjnej (FFO) zwiększy się do granicznego dla ratingu poziomu 3x w latach 2017-2019.

Przyszłe wydarzenia, które mogą spowodować pozytywną akcję ratingową obejmują:
- Większe niż oczekiwano przepływy pieniężne i/lub redukcja planów CAPEX, prowadzące do utrzymywania się dźwigni finansowej netto opartej na przepływach środków z działalności operacyjnej (FFO) poniżej poziomu 2x, wsparte bardziej konserwatywnym podejściem Zarządu w kwestii wysokości dźwigni finansowej
- Większa dywersyfikacja koszyka paliwowego oraz niższa emisja CO_2 na MWh, które, wraz z dalszą poprawą efektywności, wzmocniłyby profil biznesowy ENEA

Negatywne: Przyszłe wydarzenia, które mogą spowodować negatywną akcję ratingową obejmują:
- Wzrost i utrzymywanie się dźwigni finansowej netto opartej na przepływach środków z działalności operacyjnej (FFO) na poziomie powyżej 3x - np. z powodu pełnej implementacji programu CAPEX w wysokości 20 mld zł w latach 2014-2020 w scenariuszu mniejszych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej
- Nabycie udziałów w kopalniach węgla lub inna forma wsparcia dla sektora węglowego, który znajduje się w trudnej sytuacji finansowej, co doprowadzi do osiągnięcia dźwigni netto na poziomie ponad 3x lub znaczącego pogorszenia profilu biznesowego ENEA

PŁYNNOŚĆ I STRUKTURA DŁUGU

ENEA posiadała wysoki poziom płynności na koniec 2014 r. – 1,2 mld zł wolnych środków pieniężnych i ekwiwalentów, dostępne linie kredytowe oraz finansowanie w formie programów emisji obligacji w kwocie 3,5 mld zł wobec krótkoterminowego zadłużenia w wysokości 11 mln zł i prognozowanych przez Fitch ujemnych wolnych przepływów pieniężnych w wysokości

ok. 2 mld zł w roku 2015. Dodatkowo, w lutym 2015 r. Spółka wyemitowała pięcioletnie obligacje o wartości 1 mld zł, co przyczyniło się do zwiększenia jej płynności.

Kontakt

Pierwszy analityk
Artur Galbarczyk
Associate Director
+48 22 338 6291

Analityk nadzorujący
Arkadiusz Wicik, CFA
Senior Director
+48 22 338 6286
Fitch Polska S.A.
Królewska 16
00-103 Warszawa

Przewodniczący komitetu ratingowego
Josef Pospisil, CFA
Senior Director
+44 20 3530 1287

Dodatkowe informacje dostępne na www.fitchratings.com. Dla celów regulacyjnych różnych systemów prawnych wskazany wyżej analityk nadzorujący uważany jest za głównego analityka dla emitenta; Pierwszy analityk uważany jest za analityka drugorzędnego.

Stosowne kryteria, „Metodologia Ratingów Korporacyjnych: W tym Krótkoterminowe oceny ratingowe oraz Powiązania pomiędzy Spółka Dominującą a Spółka Zależną", z 28 maja 2014 r., dostępne są na www.fitchratings.com.

Tłumaczenie dokumentu zostało wykonane przez ENEA S.A.