

Fitch podtrzymuje ocenę ratingową dla ENEA na poziomie „BBB”; Perspektywa stabilna

Fitch Ratings - Warszawa/Londyn - 30 kwietnia 2014 r.: Agencja Fitch Ratings podtrzymała dla działającej w Polsce spółki, ENEA S.A., długoterminowe ratingi w walucie krajowej i zagranicznej (Issuer Default Ratings, IDR) na poziomie „BBB” oraz długoterminowy rating krajowy na poziomie „A(pol)”. Perspektywa ratingów jest stabilna.

Potwierdzenie ratingów odzwierciedla duży udział regulowanego segmentu dystrybucji w wyniku EBITDA ENEA, co ma wpływ na przewidywalność przepływów pieniężnych i stabilizuje przepływy pieniężne w czasie, gdy inny kluczowy segment, wytwarzanie energii elektrycznej, jest pod presją. Ratingi odzwierciedlają skalę ryzyka pomiędzy dość stabilnym regulowanym segmentem dystrybucji oraz działalnością wytwarzania w wymagającym środowisku działalności oraz przy dużej koncentracji aktywów. Przewidujemy, że z powodu dużych nakładów kapitałowych (CAPEX), skorygowana dźwignia netto [wskaźnik definiowany, jako skorygowany dług netto do sumy przepływów środków z działalności operacyjnej (FFO) i odsetek] ENEA wzrośnie do poziomu ok. 3 w latach 2017-2018 z pozycji gotówkowej netto w wysokości 1 mld zł w 2013 r. Uważamy, że wskaźnik dźwigni netto na poziomie 3 jest maksymalnym dla obecnych ratingów.

GŁÓWNE CZYNNIKI OCENY RATINGOWEJ

Przewidywalna Regulowana Działalność

Rating dla ENEA nadal korzysta z wysokiego udziału przewidywalnej regulowanej działalności dystrybucyjnej w EBITDA (50% w 2013 r.). Rosnący wskaźnik EBITDA ENEA w regulowanym segmencie dystrybucji energii pozwolił grupie na wypracowanie 5% wzrostu całkowitej EBITDA w roku 2013, pomimo gorszych przepływów pieniężnych w segmencie wytwarzania. Oczekujemy, że udział regulowanej dystrybucji w EBITDA wyniesie ok. 50%-60% w perspektywie średniookresowej.

Działalność Wytwórcza pod presją

Oczekujemy, że segment wytwarzania ENEA (31% EBITDA z 2013 r.) pozostanie pod presją w zakresie przepływów pieniężnych w latach 2014-2016 z powodu niskich cen energii elektrycznej na rynku hurtowym oraz mniejszych ilości darmowych uprawnień do emisji CO₂ przyznanych spółce. Słabe przepływy pieniężne segmentu w 2014 r. wsparte zostaną rekompensatą w wysokości do 200 mln zł z tytułu rozwiązania kontraktów długoterminowych zakupu energii.

Ocena wiarygodności ENEA jest ograniczana małą dywersyfikacją paliw wytwórczych grupy (96% mocy wytwórczych opiera się na węglu) oraz wysoką koncentracją aktywów w wytwarzaniu energii elektrycznej, gdzie opalana węglem elektrownia w Kozienicach odpowiadała za 91% energii elektrycznej wytworzonej w 2013 r. Mając na uwadze wytwarzanie oparte na spalaniu węgla, ENEA jest także mocno eksponowana na koszty emisji dwutlenku węgla, co jest jednak ograniczane stopniowym wycofywaniem darmowych uprawnień do emisji CO₂ w latach 2013-2020.

Dźwignia Finansowa powinna wzrosnąć

Rozległy program CAPEX ENEA na lata 2014-2018 dotyczący głównie budowy nowego bloku o mocy 1 GW w elektrowni w Kozienicach oraz segmentu dystrybucji, będzie skutkował osiągnięciem ujemnych wolnych przepływów pieniężnych w tym okresie oraz znacznymi kosztami finansowania dłużnego. Według prognoz Fitch może to zwiększyć dźwignię netto opartą o FFO do poziomu ok. 3 w latach 2017-2018 z poziomu 1 mld zł pozycji gotówkowej netto w roku 2013. Uważamy, że wskaźnik dźwigni netto na poziomie 3 jest maksymalnym dla obecnych ratingów.

Rozbudowany Capex

Program inwestycji kapitałowych na lata 2014-2020 wynosi 20 mld zł, z czego 11,8 mld zł dotyczy głównych nakładów inwestycyjnych na konwencjonalne wytwarzanie energii elektrycznej (w tym rozbudowy elektrowni w Kozienicach) oraz segmentu dystrybucji, podczas gdy 7,7 mld zł jest przeznaczony na dodatkowe inwestycje w nowe projekty w odnawialne źródła i kogenerację (ciepło i energia). Rozumiemy, że zarząd może dowolnie rozdysponować 7,7 mld zł na dodatkowe inwestycje zależnie od osiągniętych przepływów pieniężnych oraz dźwigni finansowej spółki. Nasze projekcje na potrzeby ratingu zakładają, że nakłady inwestycyjne ENEA wyniosą około 1 mld zł w latach 2014-2018.

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.

ZDARZENIA MOGĄCE SPOWODOWAĆ AKCJĘ RATINGOWĄ

Potencjał wzrostu oceny ratingowej dla ENEA jest ograniczony. Jednakże, przyszłe wydarzenia, które mogą powodować pozytywną ocenę ratingową obejmują udaną realizację programu CAPEX, co doprowadzi do bardziej zdywersyfikowanej struktury aktywów bez narażania pozycji finansowej. Redukcja kosztów także może mieć pozytywny wpływ.

Negatywne: Przyszłe wydarzenia, które mogą powodować negatywną ocenę ratingową obejmują:

- Wzrost dźwigni finansowej opartej o FFO na powtarzalnej podstawie do poziomu ponad 3 - np. z powodu pełnej implementacji programu CAPEX w wysokości 20 mld zł w scenariuszu mniejszych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.

PŁYNNOŚĆ I STRUKTURA DŁUGÓW

ENEA posiadała wysoki poziom płynności na koniec 2013 r. – 1,8 mld zł środków pieniężnych oraz ekwiwalentów, 4,7 mld zł przydzielonego finansowania w formie programu emisji obligacji w kwocie 4 mld zł w pełni gwarantowanego przez banki oraz pożyczki bankowe. Dla porównania, na rok 2014, Fitch przewiduje krótkoterminowe zadłużenie w wysokości 26 mln zł i ujemne wolne przepływy pieniężne w wysokości ok. 2 mld zł.

Kontakt:

Analitik Wiodący
Artur Galbarczyk
Associate Director
+48 22 338 6291

Drugi Analitik
Arkadiusz Wicik
Senior Director
+48 22 338 6286
Fitch Polska S.A.
Królewska 16
00-103 Warszawa

Committee Chair
Angelina Valavina
Senior Director
+44 20 3530 1314

Dodatkowe informacje dostępne są na www.fitchratings.com.

Dodatkowe informacje dostępne na www.fitchratings.com. Dla celów regulacyjnych różnych systemów prawnych wskazany wyżej Drugi Analityk uważany jest za głównego analityka dla emitenta; Analityk Wiodący uważany jest za analityka drugorzędneho.

Stosowne kryteria, „Metodologia Ratingów Korporacyjnych: W tym Krótkoterminowe oceny ratingowe oraz Powiązania pomiędzy Spółka Dominującą a Spółka Zależną”, z dnia 5 sierpnia 2013 r., dostępne są na www.fitchratings.com.

Powiązane Analizy: