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

Fitch Ratings, Warszawa/Londyn, 24 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.

GLÓWNE CZYNNIKI OCENY RATINGOWEJ

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 od 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 CO₂ 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 rynku 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 w Kozienicach). Mając na uwadze wytwarzanie oparte na spalaniu węgla, ENEA jest także mocno ekspozycja na koszty emisji dwutlenku węgla, co jest jednak ograniczane darmowymi uprawnieniami do emisji CO₂, 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 w Kozienicach oraz segmentu dystrybucji, będzie skutkowało 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 w Kozienicach) 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 osiągniętych 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.

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.

GLÓWNE 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 z poziomu roku 2013 oraz ok. 50% wzrost cena rynkowych CO₂ w horyzoncie pięcioletnim
- Większa produkcja energii elektrycznej od połowy 2017 r. z powodu oddania do użytku nowego bloku w Kozienicach o mocy 1GW
- Stabilna działalność dystrybucyjna i poziomy sprzedaży
- Program Capex na poziomie ok. 11,5 mld w latach 2015-2019

ZDARZENIA MOGĄCE SPOWODOWAĆ AKCJĘ RATINGOWĄ

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 poziomu ok. 3x dla ocen na lata 2017-2019.

Przyszłe wydarzenia, które mogą powodować pozytywną ocenę ratingową obejmują:

- Większe niż oczekiwano przepływy pieniężne i/lub redukcja planów CAPEX, prowadzące do osiągnięcia dźwigni finansowej netto opartej na przepływach środków z działalności operacyjnej (FFO) na powtarzalnym poziomie 2x, wsparte bardziej konserwatywnym podejściem Zarządu w kwestii wysokości dźwigni finansowej
- Bardziej zdywersyfikowane paliwa wytwórcze oraz niższa emisja CO₂ na MWh, razem z dalszą poprawą efektywności, skutkowałyby silniejszym profilem biznesowym

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

- Wzrost i utrzymywanie się dźwigni finansowej netto opartej na przepływach środków z działalności operacyjnej (FFO) na poziomie 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

PLYNNOŚĆ 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 programu 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 drugorzędneho.

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.