

**Moody's Investors Service**

**Výrok o ratingu : Severomoravské vodovody a kanalizace Ostrava a.s.**

**Severomoravské vodovody a kanalizace Ostrava a.s.**

**Česká republika**

**Rating**

Kategorie	Moody's Rating
Výhled	Stabilní
Lokální rating v domácí měně	A2.cz

**Kontakty**

**Analytik**

**Telefon**

Michal Severa/Praha	420.224.222.929
Richard Miratsky/Praha	
Eric de Bodard/Paris	33.1.53.30.10.20

**Hlavní ukazatelé**

**Severomoravské vodovody a kanalizace Ostrava a.s.**

	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
EBITA / nákladové úroky	<b>4.7x</b>	<b>4.0x</b>	<b>6.2x</b>
EBITA / průměrná aktiva	<b>6.6 %</b>	<b>5.7 %</b>	<b>6.3 %</b>
FFO / zadluženost	<b>32.6 %</b>	<b>30.0 %</b>	<b>30.3 %</b>
RCF / čistá zadluženost	<b>26.7 %</b>	<b>2.3 %</b>	<b>44.3 %</b>
Zadluženost / EBITDA	<b>2.5x</b>	<b>2.7x</b>	<b>2.6x</b>
EBITA rozpětí %	<b>28.3 %</b>	<b>25.7 %</b>	<b>28.9 %</b>

Poznámka: Pokud jde o definice nejběžnějších termínů poměrů, viz doprovodná Uživatelská příručka.

**VÝROK**

**Profil společnosti**

Severomoravské vodovody a kanalizace Ostrava a.s. (SmVaK) je vlastníkem infrastruktury a provozovatel a monopolní poskytovatel regulované dodávky vody pro 1.1 milion zákazníků a dále poskytovatel kanalizačních služeb pro 500,000 zákazníků na Severní Moravě a ve Slezsku v České republice. Společnost nemá žádné významné neregulované aktivity, 96% z výnosů vytvořených z regulovaného podnikání.

SmVaK je z 98.68% vlastněna dceřinou společností firmy aqualia gestión integral del agua, S.A. (Aqualia), která je postupně ovládána společností Fomento de Construcciones y Contratas, SA (FCC), mateřskou společností jedné ze španělských vedoucích stavebních skupin a servisních společností. FCC má rozmanitý rozsah aktivit včetně sběru a likvidace pevného odpadu, dodávky vody, údržby zařízení na pitnou a odpadní vodu a čištění ulic.

**Základ hodnocení**

Dlouhodobá národní škála pro hodnocení Moody's A2.cz pro SmVaK zobrazuje profil nízkého podnikatelského rizika společnosti a pevná finanční metrika.

## ZHODNOCENÍ PROFILU PODNIKATELSKÉHO RIZIKA

Hodnocení podnikatelského rizika je založeno na:

(i) monopolní pozici SmVaK v dodávce vody a provozu odtoku odpadních vod v regionu Severní Moravy a Slezska v České republice, chráněné licenčními požadavky a vlastnictvím aktiv.

(ii) strategickém vlastnictví silného mezinárodního průmyslového hráče Aqualia, kterého vlastní španělská vedoucí stavební skupina a servisní společnosti.

(iii) stabilním regulačním systémem a mechanismu s nastaveným tarifem pro české vodárenské a kanalizační společnosti (VaKS), umožňující dostatečnou ziskovost a schopnost krytí kapitálové investice na příslušném stupni. Tarify pro české VaKS jsou řízeny všeobecně Zákonem o státních regulovaných cenách č. 526/1990 Sb., Cenovým věstníkem Ministerstva financí České republiky, který je aktualizován ročně a stanovuje povolené náklady jako základ pro výpočet tarifů. VaKS také mohou nastavit příslušný zisk, který je definován jako korespondující s obvyklým ziskem vytvořeným podobnými ekonomickými aktivitami a zajišťující návratovost investovaného kapitálu v přiměřeném časovém horizontu. Dodržování regulací kontroluje Ministerstvo financí a Úřad na kontrolu hospodářské soutěže. Detailní struktura výpočtu tarifů vody a odtoku odpadní vody je stanovena nařízením Ministerstva zemědělství. SmVaK má licenci podle zákona č. 274/2001 Sb. krajské správy k poskytování vodovodních a kanalizačních služeb ve své provozní oblasti na dobu neurčitou. Jako držitel licence je povinná plnit své povinnosti stanovené zákonem, zvláště se zřetelem na kvalitu vody a úpravu odpadních vod. V případě porušení svých povinností by mohla být společnost pokutována do výše 1 milionu Kč.

(iv) výhodě geografického umístění infrastruktury SmVaK, která umožňuje, aby společnost prováděla přeshraniční dodávky vody, zvláště do Polska. Tyto dodávky, i když limitovány v tomto stádiu (2% z výnosů v r. 2007), by mohly dále expandovat na základě vyšší kvality a nižší ceny vody dodávané společnostmi SmVaK ve srovnání s polskými konkurenty.

(v) úkolu pokračující ekonomické restrukturalizace ve svém regionu Severní Moravy a Slezska, který byl historicky důležitou průmyslovou oblastí, ale nyní je mezi nejméně strukturálně problematickými oblastmi České republiky. Navíc region trpí negativním demografickým vývojem se stárnutím populace. Avšak pokračující revitalizace Severní Moravy a Slezska řízená přítokem nových investic a podporou ze státního rozpočtu by mohla pozitivně ovlivnit objemy vody dodávané společnostmi SmVaK.

(vi) Koncentrované riziko vzniklé z hromadných dodávek vody společností SmVaK, jako vlastníka regionálního systému vodního hospodářství do společnosti Ostravské vodovody a kanalizace, a.s. (OVaK), společnost Vodovody a kanalizace pro Ostravu, (hodnocení A2), která je nejvýznamnějším městem kraje s 321,000 obyvateli. Zdůrazňujeme, že tato společnost vystavuje stupni koncentrovaného rizika daného tím, že dodávky vody do OVaK představovaly 22% celkového objemu vody společností SmVaK dodané v roce 2007. Toto je ale zmírněno touto skutečností, že dodávka vody do OVaK vytvářela pouze 6% jejich celkových příjmů. Nicméně, i když je zde teoretický potenciál, že OVaK jsou schopny vyrobit své vlastní dostatečné kapacity dodávky vody s pomocí modernizace vodárny v Ostravě-Nové Vsi, což by snížilo prodej SmVaK's, je v současnosti ztráta smlouvy s OVaK považována za nepravděpodobnou.

(vii) silné shodě s Evropskou směrnicí o vodovodní síti 2000/60/EC požadující, aby všechna města nebo vesnice s 2,000 nebo více obyvateli měla pokrytí kanalizačním systémem s vhodnými úpravami do roku 2010. Moody's poznamenává, že zodpovědnost za splnění úkolů uložených touto směrnicí běžně spadá na české samosprávné obce nebo ústřední vládu. Avšak díky strategii investování do rekonstrukce zařízení na úpravu vody a expanzi

pokrytí realizovaných již v roce 1995, SmVaK již splnila více než 90% vyžadované práce a tato bude zcela splněna v roce 2009. Moody's také poznamenává, že díky existující akcionářské struktuře SmVaK – s majoritní kontrolou v rukách privátního investora – společnost nepřichází v úvahu pro strukturální fondy EU, dlouhodobá investiční strategie SmVaK není závislá na těchto fondech.

## ZHODNOCENÍ PROFILU FINANČNÍHO RIZIKA

Zhodnocení profilu finančního rizika bylo podpořeno:

(i) zprávou o dobré ziskovosti, podpořenou mechanismem nastavení tarifu se zakalkulovaným ziskem aktuálně na místě. SmVaK uvedla marži EBIT 25.7% v r. 2006 a 28.3% v roce 2007. Ziskovost je podpořena zvýšením řádného tarifu, který pomohl společnosti dosáhnout relativně dobrého krytí úroků (EBITDA/úrokový výdaj 8.0x na konci r. 2007).

(ii) akceptovatelnou finanční silou s dluhem/EBITDA při 2.5x na konci roku 2007 a stabilním provozním tokem hotovosti umožňujícím společnosti krýt jakýkoliv kapitálový výdaj mimo své vlastní toky hotovosti s dostatečnou rezervou.

(iii) efektivností nákladů SmVaK, jak jsou představeny jejími tarify pro dodávky vody a odběr odpadní vody, se společností udržující nejnižší ceny mezi svými lokálními konkurenty.

Nehledě na úvěrová pozitiva, rating A2.cz je vázán:

(i) Nedávno byl uplatněn nesmírně vysoký poměr vyplácení dividend. Moody's negativně poznamenává, že SmVaK utrpěl z agresivní dividendové politiky, kterou uplatnil její předchozí akcionář Waterfall Holding BV, kterou nakonec vlastnila společnost Penta Investment. V období od 2004 do 2006, společnost vyplatila 2.9 miliard Kč ze svých čistých zisků, rezervního fondu (rezervního zisku), základního fondu a syndikátní půjčky, která byla re-financována 2 miliardy Kč, 10-tiletým dluhopisem vystaveným na konci roku 2005. Společnost SmVaK ale vyplatila v dividendách kolem 100% čistého zisku za poslední dva roky jejímu současnému akcionáři -- Aqualia. Nicméně, Aqualia má profil strategického investora, který má v plánu se ve společnosti dlouhodobě zinteresovat a Moody's očekává, že poměr vyplácení dividend bude plně respektovat provoz SmVaK's a potřeby, aby investice šly dopředu.

(ii) 2 miliardami Kč vydanými za obligace splatné v r. 2015. Dokud nebude aktuální úroveň vyplácených dividend podle toho přizpůsobena, společnost možná bude čelit podstatnému riziku refinancování při splatnosti obligací. Dále Moody's zdůrazňuje, že tato obligace je spojena se smlouvou na restrikci dluhu se značnou rezervou v současné době a okamžitým potenciálem na asi 750 milionů Kč dodatečného dluhu, přičemž všechno ostatní je stejné. Avšak jakýkoliv dodatečný dluh přesahující cca 380 milionů Kč, který by vedl k dluhu/EBITDA (měl za následek dluh/EBITDA/ nad 3.0x, by mohl vyvolat tlak na rating směrem dolů.

### Další úvahy

V roce 2007 SmVaK společně s Aqualia oznámila svou akviziční strategii v zemích střední a východní Evropy, ve kterých SmVaK působí jako styčný bod pro potenciální akvizice skupiny v segmentu podnikání ve vodárenství a kanalizaci v tomto regionu. Následně po tomto oznámení založila SmVaK kancelář pro mezinárodní vývoj v Praze. Avšak Moody's poznamenává, že rating A2.cz ovlivnil nějaký volný prostor pro externí růst, poskytující společnosti profil nízkého obchodního zisku a konzervativní finanční strategii manažmentu. Moody's také uznává, že SmVaK je primárně zaměřena spíše na používání svého know-how v provozování infrastruktury než na akvizici majetku a zařízení.

### Likvidita

Profil likvidity SmVaK je podpořen silným vytvořením fondů z provozů (FFO), který je podepřen vnitřně stabilním tokem výnosů z poskytování dodávek vody a kanalizačních služeb. Avšak, jak je uvedeno výše, v letech 2004-2006 utrpěla společnost díky agresivně vypláceným dividendám, což mělo za následek negativní tok volné hotovosti (FCF) v r. 2004 (-2 miliardy Kč) a v roce 2006 (-0.4 miliardy Kč). Dividendy vyplacené v r. 2007 a 2008 zůstaly

velmi vysoko (skoro cca 100% z čistého zisku, jak je uvedeno výše). Nicméně zdůrazňujeme, přičemž bereme v úvahu vývoj situace týkající se hotovosti společnosti v roce 2008, s dostatečnou rezervou hotovosti přesahující běžné potřeby, že vyplácení je obhajitelné ve střednědobém termínu, ačkoliv splácení obligací v roce 2015 bude progresivně více z rezervy.

SmVaK má k dispozici záložní možnost úvěru, ačkoliv tento je neodevzdán, celkem ve výši 100 milionů Kč k zamýšlenému krytí maximálního odčerpání hotovosti; k tomuto termínu nebyl tento využit. V příštích 12 měsících bude profil likvidity SmVaK vystaven výdaji kapitálu odhadovanému na více než 540 milionů Kč. Nicméně, capex je dostatečně kryt hrubým tokem hotovosti SmVaK. Se zřetelem na finanční projekt SmVaK, který odhaduje splacení nezaplaceného závazku v době jeho splatnosti, bude společnost čelit podstatnému riziku refinancování v roce 2015, ledaže by zvrátila svou politiku distribuce běžného zisku ve prospěch limitování ve vyplácení dividend.

### **Výhled ratingu**

Stabilní výhled ratingu reflektuje očekávání Moody's, že společnost bude udržovat svou opatrnou investiční politiku a že stávající akcionář bude aplikovat udržitelnou strategii při vyplácení dividend.

### **Co by mohlo změnit zvýšení ratingu**

Pokračující dlouhodobá schopnost společnosti udržet svou stávající silnou provozní ziskovost (marže EBIT nad 25%) a limitování politiky při vyplácení dividend, umožňující akumulovat dostatek finančních zdrojů pro splacení nezaplaceného dluhu v době jeho splatnosti s nepodstatnou redukcí v plánovaném capex, by projevilo tlak směrem nahoru při ratingu.

### **Co by mohlo změnit snížení ratingu**

Tlak na snížení ratingu by mohl vzniknout s: (i) jakýmkoliv nepředvídanými a nepříznivými změnami v regulačním rámci, které by měly nepříznivý účinek na finanční profil společnosti (marže EBIT pod 15% ze stávajících 28.3% při FYE 2007); (ii) podstatným zvýšením ve finanční síle vlivem akvizic financovaných na dluh (dluh/EBITDA zůstávající nad 3x); a/nebo (iii) politikou dividend, která by nepříznivě ovlivnila investiční plány společnosti (FCF negativní).

CREDIT RATINGS ARE MIS'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MIS DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS DO NOT CONSTITUTE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS ARE NOT RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. CREDIT RATINGS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MIS ISSUES ITS CREDIT RATINGS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

---

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY COPYRIGHT LAW AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided "as is" without warranty of any kind and MOODY'S, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings and financial reporting analysis observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.

MOODY'S hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MOODY'S have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MOODY'S for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,400,000. Moody's Corporation (MCO) and its wholly-owned credit rating agency subsidiary, Moody's Investors Service (MIS), also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually on Moody's website at [www.moody's.com](http://www.moody's.com) under the heading "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy."