

“ЭЛЕКТР ЖЕЛІЛЕРІН БАСҚАРУ
ЖӨНІНДЕГІ ҚАЗАҚСТАН
КОМПАНИЯСЫ” “KEGOC”
(KAZAKHSTAN ELECTRICITY GRID
OPERATING COMPANY) АҚ



АО “КАЗАХСТАНСКАЯ КОМПАНИЯ
ПО УПРАВЛЕНИЮ
ЭЛЕКТРИЧЕСКИМИ СЕТЯМИ”
(KAZAKHSTAN ELECTRICITY GRID
OPERATING COMPANY) “KEGOC”

010010 Қазақстан Республикасы,
Астана қ., Алматы ауданы,
Тәуелсіздік даңғылы, 59 ғимарат
Тел. (7172) 693-824, 690-203
Факс (7172) 211-108
E-mail: kegoc@kegoc.kz

010010 Республика Казахстан,
г. Астана, район Алматы,
проспект Тәуелсіздік, здание 59
Тел. (7172) 693-824, 690-203
Факс (7172) 211-108
E-mail: kegoc@kegoc.kz

08.08.2018г. № 01-30-10/4790

АО «Казахстанская фондовая биржа»

Настоящим АО «KEGOC» сообщает, что 3 августа 2018 года рейтинговое агентство Fitch Ratings подтвердило рейтинг АО "KEGOC" «BBB-», прогноз – «Стабильный», в том числе и по выпущенным облигациям (НИН KZR01Y15F281, KZR02Y15F289). Заключение рейтингового агентства Fitch Ratings прилагается.

Управляющий директор по
финансам и учету

Б
A circular blue ink stamp of KEGOC. The outer ring contains the text: "Қазақстан Республикасы Астана қ. «Электр желілерін басқару жөніндегі Қазақстан компаниясы» «KEGOC» акционерлік қоғамы «Республика Казахстан АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» «KEGOC»". The inner circle contains the text: "АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» «KEGOC»". The word "KEGOC" is prominently displayed in the center.
А. Ботабеков

Исп. Досхожина А. тел. 690-521

008217

Fitch подтверждает рейтинг KEGOC на уровне «BBB -»: Прогноз стабильный

Агентство Fitch Ratings подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента в иностранной валюте (IDR) Казахской компании по управлению электрическими сетями (KEGOC) на уровне «BBB-». Прогноз – стабильный. Полный список рейтинговых действий приведен в конце данного комментария.

Fitch оценивает KEGOC по методу «сверху вниз» минус одну ступень в соответствии с его «Критериями рейтингов компаний с государственным участием». Это отражает нашу оценку связей компании KEGOC с ее основным (90%) акционером Республикой Казахстан (BBB/Стабильный) в качестве источника поддержки, включая долговые гарантии.

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Долг, частично гарантированный правительством: Fitch рассматривает связь KEGOC с государством как сильную, поскольку контрольный пакет группы принадлежит государству (90%), и правительство утверждает стратегию и капиталовложения компании через совет директоров. Согласно сведениям государственная поддержка включает государственные гарантии почти на 35 % долга АО «KEGOC» на конец 2017 года, вливания основного капитала в капиталовложения в размере 1,4 млрд. тенге в 2012-2013 годах, благоприятное тарифообразование и инвестирование средств Национального пенсионного фонда в местные облигации KEGOC. Таким образом, мы видим, что фактор ожиданий поддержки также является сильным.

Мы оцениваем социально-политическое влияние теоретического дефолта как сильное, так как компания является естественной монополией и управляет основной энергетической инфраструктурой в стране, и планирует значительные капиталовложения в развитие. KEGOC финансируется косвенно государственными и международными финансовыми институтами (ЕБРР и МБРР), но положения о перекрестном неисполнении обязательств с Казахстаном отсутствуют. Поэтому мы рассматриваем финансовые последствия его теоретического дефолта для государственных или других связанных с правительством субъектов как умеренные.

Введение рынка мощности с 2019 года

С 2019 года KEGOC будет единым покупателем мощности через одну из своих дочерних компаний, собирая платежи за мощность от потребителей электроэнергии и перенаправляя их генерирующим компаниям. Это «сквозная» позиция для KEGOC, хотя компания увеличит свои доходы и затраты на одинаковую сумму в размере около 250-270 млрд. тенге ежегодно в течение 2019-2022 гг., исходя из наших оценок.

Стоимость услуг единого покупателя будет включена в тарифы на мощность, но она компенсирует только административные расходы компании. Поэтому это не должно повлиять на EBITDA компании. Мы считаем, что новая схема рынка мощности может увеличить бизнес-риски KEGOC, поскольку кредитный риск неплатежей будет нести дочерняя организация, находящаяся в полной собственности компании. В настоящее время остается неясным, как будет работать новая схема оплаты, но мы ожидаем, что компания получит поддержку со стороны правительства в случае чрезвычайной ситуации.

Благоприятные тарифы:

KEGOC продолжает получать выгодные долгосрочные тарифы на передачу, диспетчеризацию и балансирование электроэнергии, которые установлены до 2020 года. Повышение тарифов связано с реализацией определенной программы капиталовложений, но у компании есть некоторая гибкость в распределении расходов капиталовложений по годам. С 2021 года KEGOC ожидает, что тарифы будут утверждены на второй пятилетний период регулирования с некоторым давлением в сторону понижения тарифов.

Долгосрочные тарифы обеспечивают предсказуемость прибыли, хотя они могут быть пересмотрены в случае макроэкономического шока. На сегодняшний день нормативно-правовая база хорошо организована. В нашем рейтинговом случае мы прогнозируем, что тарифы вырастут немного ниже утвержденных уровней за 2019-2020 годы и незначительно уменьшатся с 2021 года.

Уровень CAPEX остается высоким

Согласно нашей оценке компания продолжит генерировать здоровый денежный поток от операционной деятельности около 60 млрд. тенге в среднем за 2018-2022 гг. по предположениям Fitch. Тем не менее, ее свободный денежный поток (FCF), скорее всего, останется по большей части отрицательным в течение 2018-

2022 гг., обусловленный ожидаемыми средними инвестициями в размере около 37 млрд. тенге, и коэффициентом выплаты дивидендов в размере 80% за тот же период, это может увеличить потребности в финансировании. Доля капвложений на поддержание текущего уровня бизнеса на 2018-2022 гг. составляет 40% от общих капвложений в среднем, обеспечивая возможности для сокращения дальнейших капвложений. Тем не менее, мы не ожидаем существенного сокращения капвложений, поскольку утверждение высокого роста тарифов зависит от реализации определенных инвестиций.

Сохраняются валютные риски:

KEGOC продолжает подвергаться колебаниям валютных курсов, поскольку около 47% долга компании на конец 2017 года было выражено в иностранной валюте, в основном в долларах США и евро. Компания получает лишь незначительную часть доходов в долларах США, что связано с трансграничными перетоками электроэнергии. KEGOC не имеет каких-либо механизмов хеджирования, хотя риск расхождения валют частично снижается тем фактом, что 29% наличности и банковских депозитов компании деноминированы в долл. США. Мы ожидаем, что валютный риск останется значительным, хотя и уменьшится благодаря амортизации валютных кредитов.

«BB +» самостоятельная кредитоспособность:

Мы оцениваем самостоятельную кредитоспособность KEGOC на уровне рейтинга «BB+», с учетом крупного размера компании по сравнению с казахстанскими аналогичными компаниями и монопольной позиции компании в секторе передачи электроэнергии в стране и ее хорошего финансового профиля. Мы ожидаем, что валовый левередж KEGOC, скорректированный по FFO (средства от операционной деятельности) в среднем составит 2,1x за 2018-2022 гг. Мы ожидаем, что покрытие фиксированных расходов средствами от операционной деятельности составит примерно 6x в среднем за 2018-2022 гг., что находится в пределах наших рекомендаций по текущему рейтингу. Собственная кредитоспособность ограничена большими капвложениями и дивидендами, что, вероятно, приведет в основном к отрицательному свободному денежному потоку (FCF) и значительному валютному риску.

КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ

Бизнес-профиль АО «KEGOC» аналогичен профилю ОАО «Московская объединенная электросетевая компания» (МОЭСК, BB +/- Стабильный), основной электрораспределительной компании в Москве и Московской области и слабее, чем у ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» (ФСК ЕЭС, BBB-/Позитивный), российского оператора системы передачи электроэнергии, благодаря более масштабной операционной деятельности и более низкому риску объемов последнего. Компания KEGOC и ее аналоги подвержены рискам регуляторной неопределенности, макроэкономическим потрясениям и возможному политическому вмешательству. Их инвестиционные программы, как правило, являются большими, хотя обладают некоторой гибкостью. Финансовый профиль KEGOC аналогичен финансовому профилю ФСК ЕЭС и сильнее, чем финансовый профиль МОЭСК.

KEGOC устанавливается на одну ступень ниже суверенного рейтинга в соответствии с «Критериями присвоения рейтинга компаниям с государственным участием», в то время как мы оцениваем МОЭСК, применяя подход «снизу вверх» плюс один уровень к его автономному рейтингу «BB» по тем же критериям.

КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Ключевые допущения Fitch, использованные в нашем рейтинговом сценарии для эмитента

- рост ВВП Казахстана составит примерно 3,5% -3,8%, а индекс потребительских цен - 6%-6,5% в 2018-2022 гг.;
- рост объемов передачи будет соответствовать темпу роста ВВП в 2018 году, а после этого снижение темпа роста ВВП составит 3,5%;
- рост тарифов согласно утвержденному уровню в 2018 году, и немного ниже утвержденного уровня в 2019-2020 гг.;
- капитальные вложения составят примерно 187 млрд. тенге в 2018-2022 гг.; и
- 80% коэффициент выплат дивидендов в 2018-2022 гг.

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

События, которые могут индивидуально или коллективно привести к положительному рейтинговому действию

- Положительное рейтинговое действие на суверенный рейтинг
- Значительное укрепление правовых связей, например, рост доли гарантированного долга более 75%, что, по нашему мнению, маловероятно

События, которые могут индивидуально или коллективно привести к негативному

рейтинговому действию

- Негативное рейтинговое действие на суверенный рейтинг
- Ослабление связей с государством
- Если государство допустит ухудшение кредитного профиля компании, например, за счет увеличения программы капиталовложений без достаточного финансирования или пересмотр тарифов в сторону понижения, что приведет к леввереджу, скорректированному на FFO, устойчиво выше 4x и покрытию фиксированных расходов FFO устойчиво ниже 4x, такое событие может негативно сказаться на самостоятельной кредитоспособности, а необязательно на рейтинге

ЛИКВИДНОСТЬ

Достаточная ликвидность: Доступные к использованию на конец 2017 года денежные средства и депозиты KEGOC (по расчетам Fitch) в размере примерно 70 млрд. тенге были достаточными для погашения краткосрочной задолженности в размере 13,9 млрд. тенге и ожидаемого отрицательного FCF. Денежные средства и депозиты в основном находились в отечественных банках: АО «Forte Bank» (В/Стабильный), Народный Банк Казахстана (ВВ/Позитивный), Банк ЦентрКредит (В/Стабильный), АТФ Банк (В/Стабильный) и Цеснабанк. Мы рассматриваем депозиты в размере 2,6 млрд. тенге за вычетом резерва под обесценение в Эксимбанке, Дельта-Банке и Казинвестбанке, а также начисленный процент по облигациям Батыс-Транзит как ограниченные денежные средства, и в своём анализе ликвидности мы на эти средства не полагаемся. Мы считаем, что доступ компании к ликвидности для ведения текущей деятельности является достаточным, однако полный доступ ко всем денежным средствам, находящимся в казахстанских банках, может быть ограниченным.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

- Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «BBB - »; прогноз «Стабильный»
- Долгосрочный РДЭ в местной валюте подтвержден на уровне «BBB - »; прогноз «Стабильный»
- Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «F3»
- Рейтинг приоритетного необеспеченного долга в местной валюте подтвержден на уровне «BBB-»

Контактные лица:

Ведущий аналитик
Дмитрий Доронин
Помощник директора
+7 495 956 9984

Главный аналитик
Оксана
Згуральская
Директор
+7495 956 7099
Fitch Ratings CIS Ltd
ул. Валовая, 26
г. Москва 115054

Председатель
комитета
Йозеф Поспишил
управляющий
директор
+44 20 3530 1287

Краткий обзор корректировок финансовой отчетности

Операционная аренда: К расходам по операционной аренде применялась величина, кратная 6 (соответствующая Казахстану).

Денежные средства и депозиты: Мы переклассифицировали краткосрочные финансовые активы в размере 2,6 млрд. тенге, в том числе денежные средства в дефолтных банках и облигации ассоциированной компании, в ограниченные денежные средства.

ЕБИТДА: При расчете ЕБИТДА мы исключили накопленный резерв под обесценение дебиторской задолженности и других оборотных активов, а также обесценение основных средств.

Дополнительная информация доступна на сайте www.fitchratings.com. Для целей регулирования в различных юрисдикциях, указанный выше главный аналитик считается основным аналитиком для этого эмитента; ведущий аналитик считается вторым.

Fitch Affirms KEGOC at 'BBB-'; Outlook Stable

Fitch Ratings has affirmed Kazakhstan Electricity Grid Operating Company's (KEGOC) Long-Term Foreign-Currency Issuer Default Rating (IDR) at 'BBB-'. The Outlook is Stable. A full list of ratings actions is available at the end of this commentary.

Fitch rates KEGOC by applying a top down minus one notch approach under its "Government-Related Entities Rating Criteria". This reflects our assessment of KEGOC's links with its ultimate dominant (90%) shareholder, the Republic of Kazakhstan (BBB/Stable) as the source of support including debt guarantees.

KEY RATING DRIVERS

Debt Partly Guaranteed by Government: Fitch views the linkage of KEGOC with the sovereign as strong since the group is majority state owned (90%), and the government approves the company's strategy and capex through the board of directors. A record of state support includes state guarantees for about 35% of KEGOC's debt at end-2017, equity injections to fund capex of KZT1.4 billion in 2012-2013, favourable tariff setting and the investment of the National Pension Fund's funds in KEGOC's local bonds. We thus see the support expectations factor as also strong.

We assess the socio-political impact of a theoretical default as strong, as the company is a natural monopoly and runs the major energy infrastructure in the country, with significant development capex plans. KEGOC is funded indirectly by the state and international financial institutions (the EBRD and IBRD), but there are no cross-default provisions with Kazakhstan. Therefore, we view the financial implications of its theoretical default on the state or other government-related entities as moderate.

Capacity Market Introduction from 2019

From 2019, KEGOC, via one of its subsidiary, will be a single buyer of the capacity and will collect capacity payments from electricity consumers and redirecting them to generators. This will be a pass-through item for KEGOC, although it will increase its revenue and costs by the same amount of roughly KZT250-270 billion annually over 2019-2022, based on our estimates.

The cost of single buyers' service will be included in capacity tariff, but it will compensate only the company's administrative costs. Therefore, this should not affect the company's EBITDA. We believe the new capacity market scheme may increase KEGOC's business risks since the credit risk of non-payments will be borne by the company's wholly owned subsidiary. At present it remains unclear how the new payment scheme will work, but we expect the company to receive support from the government in case of emergency.

Favourable Tariffs: KEGOC continues to profit from favourable long-term tariffs for electricity transmission, dispatching and balancing, which are set until 2020. Tariffs increase is linked to the implementation of a certain capex programme, but the company has some flexibility in shifting capex spending between years. From 2021, KEGOC expects tariffs to be approved for the second five-year regulatory period with some downward pressure on tariffs.

Long-term tariffs provide earnings visibility, although they may be subject to revision if there is a macroeconomic shock. The regulatory framework has been implemented well to date. In our rating case, we forecast tariffs to grow slightly below approved levels over 2019-2020 and to moderately decrease from 2021.

Capex Remains High: We estimate that the company will continue to generate healthy cash flow from operations of about KZT60 billion on average over 2018-2022 under Fitch's assumptions. However, its free cash flow (FCF) is likely to remain mostly negative over 2018-2022, driven by expected average investments of about KZT37 billion, and 80% dividend pay-out ratio over the same period, which may add to funding requirements. The share of maintenance capex is 40% of total capex on average for 2018-2022, providing scope for further capex cuts. However, we do not expect substantial reductions to capex since the approval of high tariff growth is contingent on certain investments being realised.

FX Exposure Remains: KEGOC continues to be exposed to foreign-exchange (FX) fluctuations as about 47% of its debt at end-2017 was denominated in foreign currencies, mainly US dollars and euros. The company generates only a marginal portion of revenue in US dollars, which is related to cross-border electricity flow. KEGOC does not have any hedging arrangements, although the currency-mismatch risk is partially mitigated by the fact that the company holds 29% of its cash and deposits in dollars. We expect the FX exposure to remain significant, although decreasing, due to amortisation of FX loans.

'BB+' Standalone Profile: We assess KEGOC's standalone profile as commensurate with a 'BB+' rating underpinned by the company's large size relative to Kazakh peers, its monopoly position in electricity transmission in the country and its sound financial profile. We expect KEGOC's FFO adjusted gross leverage to average 2.1x over 2018-2022. We anticipate FFO fixed-charge coverage to be about 6x on average over 2018-2022, which is within our rating guidelines for the current rating. The standalone profile is constrained by large capex and dividends, which are likely to result in mainly negative FCF, and significant exposure to FX.

DERIVATION SUMMARY

KEGOC's business profile is similar to that of PJSC Moscow United Electric Grid Company (MOESK, BB+/Stable), the principal electricity distribution company in Moscow and the wider Moscow region, and weaker than that of PJSC Federal Grid Company of Unified Energy System (FedGrid, BBB-/Positive), the Russian electricity transmission operator, due to the latter's larger scale of operations and lower exposure to volume risk. KEGOC and its peers are subject to the regulatory uncertainties, macroeconomic shocks and possible political interference. Their investment programmes are usually large, though they have some flexibility. KEGOC's financial profile is similar to that of FedGrid and stronger than that of MOESK.

KEGOC is rated one notch below the sovereign under the "Government-Related Entities Rating Criteria", while we rate MOESK by applying a bottom-up plus one notch approach to its standalone rating of 'BB' under the same criteria.

KEY ASSUMPTIONS

Fitch's Key Assumptions Within Our Rating Case for the Issuer

- Kazakh GDP to grow at about 3.5%-3.8% and CPI at about 6%-6.5% over 2018-2022;
- transmission volumes to grow at GDP growth rate in 2018 and below GDP growth rate of 3.5% thereafter;
- tariff growth as approved in 2018 and slightly below approved levels over 2019-2020;
- capex of about KZT187 billion over 2018-2022; and
- 80% dividend pay-out ratio in 2018-2022.

RATING SENSITIVITIES

Developments That May, Individually or Collectively, Lead to Positive Rating Action

- Positive sovereign rating action
- Significant strengthening of legal ties, for example if the share of guaranteed debt rises above 75%, which we view as unlikely

Developments That May, Individually or Collectively, Lead to Negative Rating Action

- Negative sovereign rating action
- Weaker links with the state
- If the state tolerates a deterioration of the company's credit profile, for example through an increased capex programme without sufficient funding or downward revision of tariffs, leading to FFO-adjusted gross leverage persistently higher than 4x and FFO fixed-charge coverage below 4x, it may be negative for the standalone profile, but not necessarily the rating

LIQUIDITY

Adequate Liquidity: At end-2017, KEGOC's readily available cash and deposits (Fitch-calculated) of about KZT70 billion were sufficient to cover short-term maturities of KZT13.9 billion and expected negative FCF. Cash and deposits were mainly held at domestic banks, namely ForteBank JSC (B/Stable), Halyk Bank of Kazakhstan (BB/Positive), Bank Centercredit (B/Stable), ATF Bank (B/Stable) and Tsesnabank. We treat KZT2.6 billion of deposits net of impairment charge in Eximbank, Delta Bank and Kazinvestbank as well as accrued interest on Batys-Transit bonds as restricted cash, and we do not rely on these funds in our liquidity analysis. We believe that the company's access to liquidity for daily operations is adequate, but full access to all cash held at Kazakh banks may be limited.

FULL LIST OF RATING ACTIONS

- Long-Term Foreign-Currency IDR affirmed at 'BBB-'; Outlook Stable
- Long-Term Local-Currency IDR affirmed at 'BBB-'; Outlook Stable
- Short-Term Foreign-Currency IDR affirmed at 'F3'
- Local-currency senior unsecured rating affirmed at 'BBB-'

Contact:

Principal Analyst
Dmitry Doronin
Associate Director
+7 495 956 9984

Supervisory Analyst
Oxana Zguralskaya
Director
+7495 956 7099
Fitch Ratings CIS Ltd
26 Valovaya Street
Moscow, 115054

Committee Chairperson
Josef Pospisil
Managing Director
+44 20 3530 1287

Summary of Financial Statement Adjustments

Operating lease: We applied a multiple of 6x (relevant for Kazakhstan) to operating lease expenses.

Cash and deposits: We reclassified KZT2.6 billion of short-term financial assets, including cash in the defaulted banks and bonds of associated company, to restricted cash.

EBITDA: We excluded accrued reserve for impairment of accounts receivable and other current assets, impairment of PP&E from EBITDA calculation.

Additional information is available on www.fitchratings.com. For regulatory purposes in various jurisdictions, the supervisory analyst named above is deemed to be the primary analyst for this issuer; the principal analyst is deemed to be the secondary.