



АО «Казахстанская компания по  
управлению электрическими сетями»  
(KEGOC) — кредитный рейтинг

**Ведущий кредитный аналитик:**

Анна Брусинец, Москва +7 (495) 7834060; anna.brusinets@spglobal.com

**Второй кредитный аналитик:**

Елена Ананькина, Москва (7) 495-783-4130; elena.anankina@spglobal.com

**Содержание**

---

Основные факторы кредитоспособности

Прогноз: «Стабильный»

Базовый сценарий S&P Global Ratings

Сведения о компании

Профиль бизнес-рисков: слабый

Сравнение KEGOC с сопоставимыми компаниями

Профиль финансовых рисков: значительный

Ликвидность: адекватная

Экологические и социальные риски и риски корпоративного управления

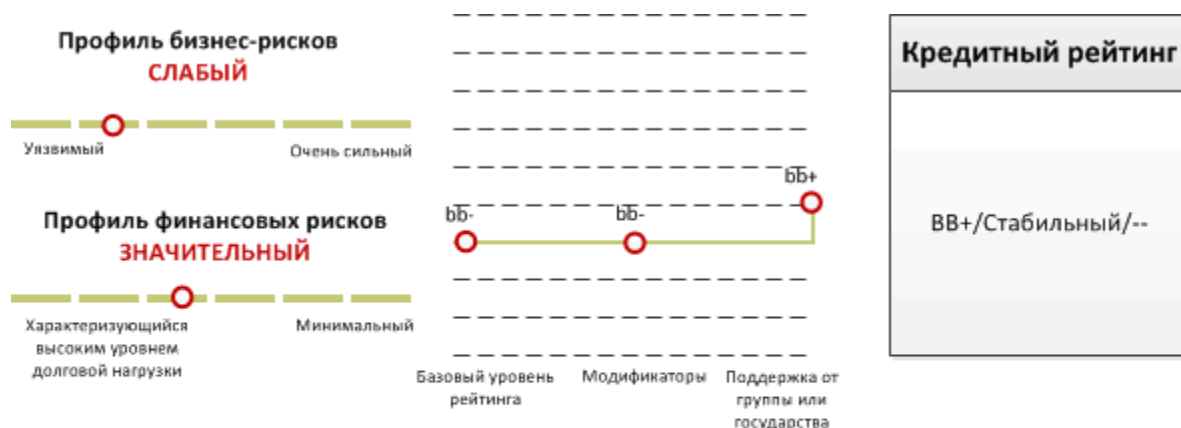
Описание рейтингов (компоненты)

## **Содержание (продолжение)**

---

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

# АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» (KEGOC) — кредитный рейтинг



## Основные факторы кредитоспособности

Основные позитивные факторы	Основные негативные факторы
Монопольное положение в стабильном регулируемом секторе передачи электроэнергии с низким уровнем операционного риска.	Режим установления тарифов, все еще характеризующийся недостаточной независимостью и прозрачностью, который подвержен политическому вмешательству и не гарантирует полной и своевременной окупаемости затрат.
Наши ожидания стабильного показателя EBITDA и положительного значения FOCF.	Высокий уровень износа активов, что обуславливает потребности в масштабной модернизации.
Благоприятный график погашения долгосрочного долга.	Подверженность валютным рискам.
«Высокая» вероятность получения компанией экстраординарной поддержки со стороны государства.	Значительные, но контролируемые потребности в капитальных расходах.
	Увеличение дивидендных выплат.

**Несмотря на решение регулятора заморозить тарифы на 2019 г., мы ожидаем относительно высокого показателя EBITDA в 2019-2020 гг.** В декабре 2018 г. регулятор объявил о замораживании тарифов на передачу электроэнергии для АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» (KEGOC) — после того, как ранее было одобрено их повышение на 10% в период 2016-2020 гг. Мы полагаем, что это решение имеет своей целью компенсировать увеличение платы за электричество для конечных потребителей — вслед за введением рынка мощности в Казахстане начиная с 1 января 2019 г. Это подтверждает нашу точку зрения относительно того, что

процесс регулирования в Казахстане остается непредсказуемым и политизированным. Показатель EBITDA компании KEGOC, скорректированный аналитиками S&P Global Ratings, по итогам 1-го полугодия 2018 г. составил 46 млрд тенге (около 110 млн евро), и мы ожидаем итогового показателя EBITDA в размере примерно 80-85 млрд тенге в 2018 г. по сравнению с 73,5 млрд тенге в 2017 г. Мы также ожидаем, что замораживание тарифов будет продолжено и в 2020 г., и прогнозируем умеренное значение EBITDA — 70-75 млрд тенге в 2019-2020 гг.

**Компания сможет выплачивать растущие дивидендные выплаты и финансировать по-прежнему значительные капитальные расходы из внутренних источников.** Насколько мы понимаем, выплаты дивидендов материнской компании — Фонду национального благосостояния «Самрук-Казына», который полностью принадлежит государству, увеличиваются до 80-100% чистой прибыли (по сравнению с умеренными выплатами, ранее в среднем составлявшими 40% чистой прибыли). Это, а также по-прежнему значительные потребности в капитальных расходах (около 100 млрд тенге в 2018-2020 гг.), по всей вероятности, приведет к генерированию отрицательного дискреционного денежного потока в 2018 г. Вместе с тем мы ожидаем, что дивидендные выплаты и капитальные расходы будут финансироваться денежным потоком и доступными денежными средствами на балансе, и KEGOC не потребуются выпускать новые долговые обязательства. Мы считаем, что компания будет поддерживать долговую нагрузку (леверидж) на уровне 40% в 2019-2020 гг. и генерировать положительную величину свободного денежного потока от операционной деятельности (free operating cash flow — FOCF).

**Мы различаем рейтинг KEGOC и суверенный рейтинг и отмечаем «высокую» вероятность того, что правительство будет предоставлять компании экстраординарную поддержку в случае необходимости.** По нашему мнению, опосредованная связь между правительством и KEGOC делает процесс принятия решений более сложным, поэтому для реализации мер по поддержке компании может потребоваться более длительное время, как это отмечалось в случае с другими организациями, связанными с государством (ОСГ), в Казахстане. В связи с этим мы не приравниваем рейтинг KEGOC к уровню суверенного кредитного рейтинга, однако добавляем две ступени к оценке характеристик собственной кредитоспособности компании (stand-alone credit profile – SACP). После «народного» IPO, проведенного в 2014 г., правительству принадлежит 90% + 1 акция в капитале компании через государственный холдинг — фонд «Самрук-Казына», и мы не ожидаем, что ситуация изменится.

## **Прогноз: «Стабильный»**

Прогноз «Стабильный» по рейтингам KEGOC отражает точку зрения S&P Global Ratings относительно того, что текущее улучшение финансовых показателей компании, с отношением «FFO / долг» существенно выше 30%, носит устойчивый характер, что компания будет поддерживать адекватный уровень ликвидности, избегая крупных капитальных расходов, существенно превышающих допущения нашего базового сценария, и что дивидендные выплаты не будут значительно выше 100% чистой прибыли (максимальное значение в рамках текущей дивидендной политики). Прогноз также отражает нашу оценку KEGOC как организации, связанной с государством, которая, как мы полагаем, будет по-прежнему играть важную роль для правительства страны и операционная деятельность которой будет тесно связана с государством. Кроме того, мы полагаем, что позитивное влияние на операционную деятельность KEGOC, как и раньше, будет оказывать текущая поддержка со стороны государства.

### **Позитивный сценарий**

Мы считаем возможность повышения рейтинга маловероятной на этом этапе. Повышение оценки SACP компании на одну или две ступени, которое может быть обусловлено ростом генерируемого показателя EBITDA, не приведет к автоматическому повышению рейтинга, если остальные факторы останутся без изменений. Мы рассматриваем

позитивное рейтинговое действие в отношении KEGOC в ближайшие год-два как маловероятное, поскольку оно потребует значительного улучшения характеристик собственной кредитоспособности компании (stand-alone credit profile — SACP) — с «bb-» в настоящее время до «bbb-», а также отсутствия понижения нашего суверенного рейтинга Казахстана (BBB-/Стабильный/A-3).

### Негативный сценарий

Мы можем предпринять негативное рейтинговое действие в отношении KEGOC в случае значительного ухудшения кредитоспособности компании, при котором отношение «FFO / долг» будет составлять менее 30%, дискреционный денежный поток будет иметь устойчиво отрицательное значение или если ликвидность ухудшится до «менее чем адекватного» уровня. Это может произойти, например, в результате проведения чрезвычайно агрессивной дивидендной политики в результате давления со стороны материнской компании, значительного пересмотра тарифов, выполнения новых крупных инвестиционных проектов или значительной девальвации национальной валюты, что не предусмотрено нашим базовым сценарием.

Понижение рейтинга Казахстана на одну ступень, что маловероятно, или оценки вероятности поддержки со стороны государства до «умеренно высокой» также может привести к понижению рейтинга компании.

## Базовый сценарий S&P Global Ratings

### Допущения

- Небольшое сокращение объема передаваемой электроэнергии примерно до 42 млн кВт/ч в 2018 г. и его стабилизация в 2019-2020 гг. (на основании существующего спроса потребителей). В то же время фактические объемы могут быть больше, например, в зависимости от объемов экспорта. Насколько мы понимаем, существующий режим регулирования в Казахстане (в отличие от режимов регулирования многих других стран) не защитит компанию от рисков, связанных с объемом передаваемой электроэнергии.
- Повышение тарифов на передачу электроэнергии в среднем на 11% в 2018 г. и их замораживание в 2019-2020 г.
- Отсутствие существенной девальвации тенге. Валютный курс составлял 384 тенге / 1 долл. в конце 2018 г. По нашим прогнозам, он будет составлять 376 тенге / 1 долл. в 2019 г.
- Капитальные расходы в размере около 40 млрд тенге (около 115 млн долл.) в 2018 г. и их сокращение примерно до 25-30 млрд долл. в 2019-2020 гг., некоторая гибкость сроков финансирования капитальных расходов. В настоящее время мы не прогнозируем новых крупных инвестиционных проектов, однако компания обычно пересматривает бюджет в конце года.
- Дивидендные выплаты – до 80-100% чистой прибыли в соответствии с существующей дивидендной политикой компании.

## Основные показатели

	2017(ф)	2018(о)	2019(о)
· EBITDA, млрд тенге	73,5	80,0-85,0	70,0-75,0
· Скорректированное отношение «FFO / долг»	35,4	40,0-45,0	38,0-43,0
· Обеспеченность процентных выплат показателем EBITDA	5,9	~6,0	5,5-6,0

(ф) – фактический показатель, (о) – оценка.

### Допущения нашего базового сценария

**Мы прогнозируем, что, несмотря на замораживание тарифов, KEGOC сможет генерировать положительную величину свободного денежного потока от операционной деятельности (free operating cash flow — FOCF) в 2019-2020 гг., а также сможет обеспечить финансирование капитальных расходов из внутренних источников.**

В декабре 2018 г. KEGOC реализовал проект Шульбинская ГЭС–Актогай–Талдыкорган–Алма, завершив второй этап масштабного инвестиционного проекта — «Строительство ВЛ 500 кВ транзита Север-Восток-Юг». Первый этап был завершен в 2016 г. Совокупная стоимость проекта составила около 150 млрд тенге, около половины из которых было профинансировано из внутренних источников. Мы ожидаем умеренных капитальных расходов в размере 25-30 млрд тенге ежегодно в 2019-2020 гг., что позволит KEGOC генерировать положительную величину FOCF.

**Мы ожидаем относительно стабильных показателей долговой нагрузки (левериджа) в 2019-2020 гг., при которых отношение «FFO / долг» будет составлять около 40%.** Мы полагаем, что компания сможет финансировать отток оборотного капитала главным образом за счет доступных средств на балансе. Как и ранее, мы не вычитаем объем денежных средств из скорректированного долга при расчете наших показателей ввиду слабости профиля бизнес-рисков компании, включая волатильные показатели рентабельности.

**По нашим оценкам, управление ликвидностью останется взвешенным.** Мы понимаем, что KEGOC подвержен влиянию слабой банковской системы, в рамках которой он размещает большую часть своих денежных средств, однако считаем, что почти все денежные средства на счетах в банках (за исключением имеющих ограничения в использовании) доступны компании, и она не имеет вложений в АО «Цеснабанк», который объявил о реструктуризации долга в январе 2019 г.

## Сведения о компании

KEGOC — национальный оператор в сфере передачи электроэнергии в Республике Казахстан, осуществляющий следующие виды деятельности:

- оказание системных услуг по передаче электроэнергии по национальной электрической сети;
- эксплуатационное обслуживание оборудования национальной электрической сети;
- оказание системных услуг по организации балансирования производства-потребления электроэнергии.

По состоянию на 1 января 2018 г. протяженность линий электропередачи KEGOC составляла более 25 тыс. км, на балансе филиалов компании находилось 78 подстанций. Согласно отчетности, в 2017 г. выручка KEGOC составила 152 млрд тенге, включая 95 млрд тенге за оказание услуг по передаче электроэнергии.

KEGOC — компания, на 90% принадлежащая государству (через фонд «Самрук-Казына»).

## **Профиль бизнес-рисков: слабый**

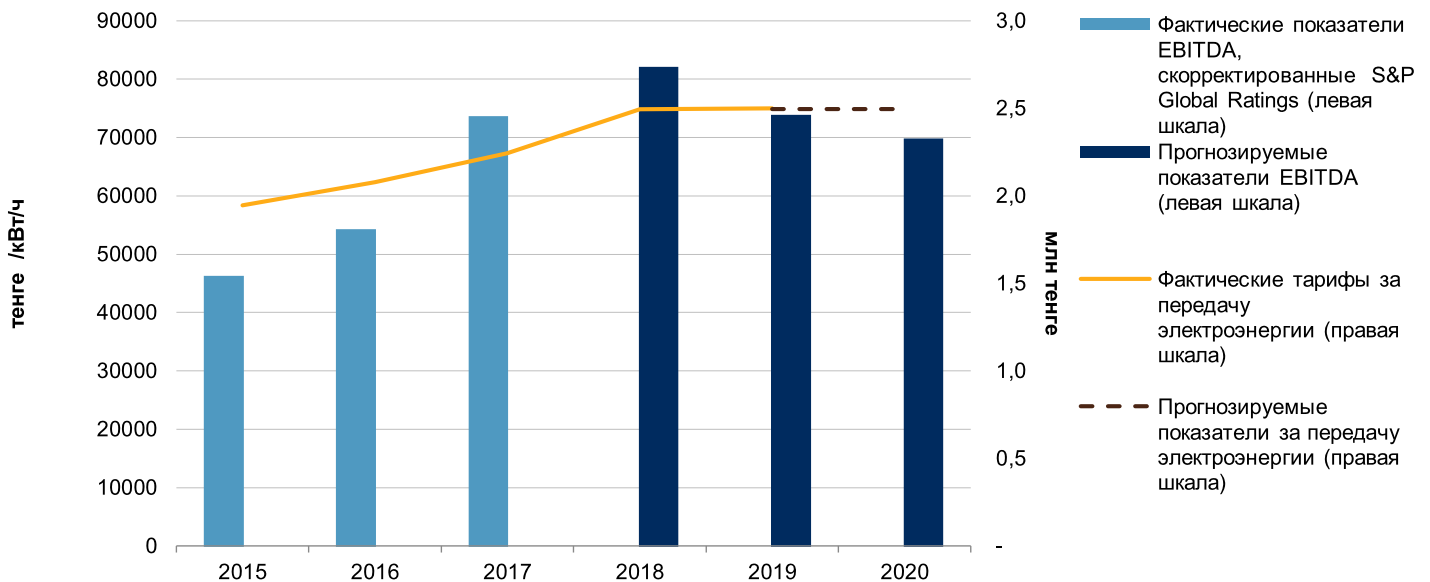
Мы полагаем, что негативное влияние на профиль бизнес-рисков KEGOC оказывает уровень странового риска в Казахстане и система установления тарифов, которая недостаточно прозрачна и не гарантирует полной и своевременной окупаемости затрат. На наш взгляд, этот механизм не обеспечивает полного включения расходов в тарифы для потребителей. К тому же зависимость регулирующего органа от правительства обуславливает повышение этого риска, поскольку тарифы на коммунальные услуги часто используются государством как инструмент социальной или макроэкономической политики (например, установление предельного уровня тарифов).

Наша точка зрения поддерживается недавним замораживанием тарифов в рамках текущего пятилетнего периода (2016-2020 гг.). Ежегодное повышение тарифов на 10% в год в 2016-2018 гг. позволило компании генерировать денежный поток, достаточный для покрытия операционных затрат и капитальных расходов, а также для постепенного погашения долга и снижения уровня долговой нагрузки, значительного увеличения EBITDA — с 55 млрд тенге в 2016 г. до 80-85 млрд тенге в 2018 г. После замораживания тарифов мы прогнозируем, что компания будет генерировать умеренное значение EBITDA в размере 70-75 млрд в 2019-2020 гг.



Диаграмма 1

**Фактические и прогнозируемые показатели EBITDA и тарифов за передачу электроэнергии**



Источник: S&P Global Ratings.

Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

С введением рынка мощностей в Казахстане в 2019 г. KEGOC получает дополнительные обязанности, связанные с функционированием балансирующего рынка электрической энергии, что добавляет равные объемы в отношении как выручки, так и расходов (нулевая рентабельность). Следовательно, рентабельность по EBITDA будет снижаться с текущих 43-48% примерно до 20-25%, однако мы будем рассматривать это как в большей степени иррелевантный фактор и фокусироваться на росте EBITDA в абсолютном выражении.

**Сравнение KEGOC с сопоставимыми компаниями**

Таблица 1

## АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» в сравнении с сопоставимыми компаниями

Отрасль: электроэнергетика

	АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями»	ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы»	АО «НК «Казахстан Темир Жолы»	Fingrid Oyj
Рейтинги по состоянию на 17 декабря 2018 г.	BB+/Стабильный/--	BBB-/Стабильный/--	BB-/Стабильный/--	AA-/Стабильный/A-1+
	По состоянию на 31 декабря 2017 г.			
<b>млн евро</b>				
Выручка	381,4	3 222,8	2 285,5	674,9
ЕБИТДА	184,0	1 826,4	543,6	277,2
Денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале (FFO)	143,4	1 484,7	321,4	214,8
Чистая прибыль от продолжающихся операций	82,3	1 053,6	27,9	130,8
Денежный поток от операционной деятельности	142,1	1 535,6	451,9	233,5
Капитальные расходы	123,5	1 272,7	577,6	106,2
Свободный денежный поток от операционной деятельности	18,6	262,9	(125,7)	127,4
Дискреционный денежный поток	(31,2)	(17,1)	(129,1)	29,4
Денежные средства и краткосрочные капиталовложения	119,1	615,3	158,9	83,8
Долг	405,0	3 480,0	3 148,7	1 039,1
Собственный капитал	936,5	11 598,4	3 150,3	798,1
<b>Скорректированные показатели</b>				
Рентабельность по ЕБИТДА, %	48,2	56,7	23,8	41,1
Доходность капитала, %	9,2	6,9	4,2	9,1
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТДА, раз	5,9	7,0	2,3	11,8
Обеспеченность процентных выплат показателем FFO, раз	3,9	6,6	2,8	12,6
Долг / ЕБИТДА, раз	2,2	1,9	5,8	3,7
FFO / долг, %	35,4	42,7	10,2	20,7
Денежный поток от операционной деятельности / долг, %	35,1	44,1	14,4	22,5
Свободный денежный поток от операционной деятельности / долг, %	4,6	7,5	(4,0)	12,3
Дискреционный денежный поток / долг, %	(7,7)	(0,5)	(4,1)	2,8

Как KEGOC, так и ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» подвержены высоким страновым рискам, система регулирования сопоставимых электроэнергетических компаний в России и Казахстане менее предсказуема, чем система регулирования аналогичных компаний в странах Западной Европы (например, финского оператора по передаче электроэнергии Fingrid). Как правило, для достижения подобного уровня рейтинга необходимо демонстрировать более высокие финансовые показатели и снижать качественные риски. Наши рейтинги KEGOC и АО «НК «Казахстан Темир Жолы» включают две дополнительные ступени вследствие ожидаемой экстраординарной поддержки со стороны государства по сравнению с одной ступенью в рейтингах ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» и Fingrid.

## Профиль финансовых рисков: значительный

Мы ожидаем, что в 2018 г. отношение «FFO / долг» согласно отчетности составит 45-50% и начнет немного понижаться — до 38-43% начиная с 2019 г. вследствие объявленного замораживания тарифов.

KEGOC продолжает постепенно изменять структуру своего долгового портфеля, осуществляя выплаты по ранее привлеченным кредитам, номинированным в долларах и евро, с помощью финансовых инструментов, номинированных в тенге и размещенных на национальном рынке. По состоянию на 30 июня 2018 г. 44% долгового портфеля было номинировано в долларах и евро (по сравнению с 46% в конце 2017 г. и 100% в 2015 г.). Мы рассматриваем это как позитивную тенденцию, которая уменьшает подверженность компании колебаниям валютного курса, даже если не решает проблему полностью.

## Финансовые показатели

Таблица 2

АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями»: финансовые показатели					
Отрасль: электроэнергетика					
	По состоянию на 31 декабря				
	2017	2016	2015	2014	2013
<b>млн тенге</b>					
Выручка	152 379,8	130 001,4	110 061,5	93 519,8	73 811,7
ЕБИТДА	73 510,2	54 166,4	46 168,9	27 481,5	20 182,7
Денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале (FFO)	57 297,8	45 805,1	45 867,6	25 570,4	18 727,9
Чистая прибыль от продолжающихся операций	32 881,3	27 590,2	(7 779,6)	8 616,0	(14 500,3)
Денежный поток от операционной деятельности	56 760,5	61 081,6	49 975,5	18 060,4	13 410,4
Капитальные расходы	49 330,1	28 688,9	24 062,5	22 552,9	22 710,4
Свободный денежный поток от операционной деятельности	7 430,4	32 392,7	25 913,1	(4 492,5)	(9 300,0)
Дискреционный денежный поток	(12 467,2)	23 711,2	17 055,1	(4 492,5)	(11 382,3)
Денежные средства и краткосрочные капиталовложения	47 577,8	32 055,4	74 603,0	42 826,8	30 720,0

Таблица 2

АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями»: финансовые показатели (продолжение)					
Долг	161 801,8	175 099,0	171 230,5	107 596,4	92 541,3
Собственный капитал	374 167,6	362 084,1	340 976,6	359 777,5	221 181,5
<b>Скорректированные показатели</b>					
Рентабельность по EBITDA, %	48,2	41,7	41,9	29,4	27,3
Доходность капитала, %	9,2	6,4	5,0	2,3	4,7
Обеспеченность процентных выплат показателем EBITDA, раз	5,9	4,8	11,2	7,3	6,6
Обеспеченность процентных выплат показателем FFO, раз	3,9	5,1	12,2	7,4	5,5
Долг / EBITDA, раз	2,2	3,2	3,7	3,9	4,6
FFO / долг, %	35,4	26,2	26,8	23,8	20,2
Денежный поток от операционной деятельности / долг, %	35,1	34,9	29,2	16,8	14,5
Свободный денежный поток от операционной деятельности / долг, %	4,6	18,5	15,1	(4,2)	(10,0)
Дискреционный денежный поток / долг, %	(7,7)	13,5	10,0	(4,2)	(12,3)

## Ликвидность: адекватная

Мы оцениваем показатели ликвидности KEGOC как «адекватные». По нашим оценкам, в ближайшие 12 месяцев источники ликвидности будут превышать потребности в ней более чем в 1,6 раза, при этом источники ликвидности будут покрывать потребности в ней даже в случае сокращения показателя EBITDA на 15%. По нашему мнению, KEGOC имеет адекватный доступ к финансированию со стороны казахстанских банков, и мы подчеркиваем, что компания вкладывает средства именно в эти банки. На наш взгляд, банковская система Казахстана относительно слаба, хотя KEGOC и размещает средства в крупнейших казахстанских финансовых организациях и не имеет депозитов в АО «Цеснабанк», который недавно объявил о реструктуризации долга. Доступ KEGOC к международным рынкам капитала, как и других компаний среднего размера, ведущих деятельность на развивающихся рынках, может быть нестабильным в будущем. В связи с этим, несмотря на сильные характеристики, мы оцениваем показатели ликвидности компании как «адекватные», а не как «сильные».

По нашим оценкам, основные источники и потребности ликвидности на 12 месяцев (начиная с 30 сентября 2018 г.) включают:

Основные источники ликвидности	Основные потребности в ликвидности
<ul style="list-style-type: none"> <li>• наличные денежные средства и средства на счетах в банках — около 52 млрд тенге;</li> <li>• денежный поток от операционной деятельности – 55-60 млрд тенге.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• капитальные расходы – около 25-30 млрд тенге;</li> <li>• обязательства в рамках банковских кредитов с наступающими сроками погашения — около 12 млрд тенге, хотя компания может принять решение о дополнительном досрочном погашении некоторых обязательств;</li> <li>• дивидендные выплаты – до 80-100% чистой прибыли в соответствии с дивидендной политикой.</li> </ul>

### Анализ ковенантов

Компания KEGOC обязана выполнять ряд финансовых ковенантов по кредитным договорам с Европейским банком реконструкции и развития и Международным банком реконструкции и развития, в частности требование о поддержании отношения «чистый долг / EBITDA» на уровне ниже 4,0х. Мы ожидаем, что компания будет выполнять требования всех ковенантов в 2018-2019 гг.

## Экологические и социальные риски и риски корпоративного управления

Долгосрочная стратегия компании нацелена на поддержание надежной операционной деятельности в рамках энергосистемы Казахстана, генерирование стабильного денежного потока для акционеров и устойчивое развитие. На этом этапе экологические и социальные факторы оказывают ограниченное влияние на наши кредитные рейтинги KEGOC.

Электрогенерация в Казахстане в значительной степени связана с углем, доля возобновляемых источников энергии невелика и только начинает понемногу увеличиваться. Это обуславливает ограниченную потребность в дополнительных капитальных расходах в развитие инфраструктуры. Компания задействована в государственной программе развития источников возобновляемой энергии в Казахстане через покупку электроэнергии из возобновляемых источников, однако влияние этого фактора на профили бизнес-рисков и финансовых рисков незначительно. Что касается корпоративного управления, статус KEGOC как организации, связанной с государством, делает ее подверженной непредсказуемому и политизированному процессу принятия решений, но одновременно создает основание для господдержки.

### Поддержка со стороны государства

Мы рассматриваем KEGOC как организацию, связанную с государством (ОСГ), а не как дочернюю компанию фонда «Самрук-Казына», поскольку полагаем, что окончательные решения принимает правительство. Мы считаем, что существует «высокая» вероятность получения компанией экстраординарной поддержки со стороны государства в случае необходимости. Мы по-прежнему отмечаем «очень важную» роль KEGOC для государства, учитывая стратегическую значимость компании как монопольного поставщика базовых инфраструктурных услуг в секторе электроэнергетики и статус системного оператора. Вместе с тем мы полагаем, что Правительство Казахстана в целом по-прежнему допускает относительно высокую долговую нагрузку различных ОСГ; механизмы поддержки, оказываемой им через Фонд «Самрук-Казына», достаточно сложны и требуют времени, как мы видим на примере других казахстанских ОСГ. Мы также не можем исключать негативного влияния на показатели компании более высоких, чем ожидается, дивидендов или регуляторного давления.

## Описание рейтингов (компоненты)

Компоненты рейтинга

Корпоративный кредитный рейтинг: BB+/Стабильный/--

Профиль бизнес-рисков: слабый

- Страновой риск: высокий
- Отраслевой риск: очень низкий
- Конкурентная позиция: слабая

Профиль финансовых рисков: значительный

- Денежный поток / уровень долговой нагрузки (коэффициент): значительный

Базовый уровень рейтинга: bb-

Модификаторы (оценка)

- Диверсификация бизнеса: нейтральная
- Структура капитала: нейтральная
- Финансовая политика: нейтральная
- Ликвидность: адекватная
- Менеджмент и корпоративное управление: приемлемые
- Сравнительный анализ: нейтральный

Оценка характеристик собственной кредитоспособности: bb-

- Суверенный рейтинг: BBB-
- Вероятность получения государственной поддержки: высокая (+2 ступени к оценке SACP)

Таблица 3

**Сравнение данных, приведенных в отчетности АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями», с показателями, скорректированными S&P Global Ratings (млн тенге)**

Данные отчетности компании	EBITDA	Прибыль от операционной деятельности	Процентные расходы	EBITDA	Денежный поток от операционной деятельности	Капитальные расходы
Данные отчетности	72 466	49 394	7 435	72 466	61 841	54 410
<b>Корректировки S&amp;P Global Ratings</b>						
Процентные расходы (согласно отчетности)	--	--	--	(7 435)	--	--
Процентные доходы (согласно отчетности)	--	--	--	6 205	--	--
Расходы по уплате текущих налогов (согласно отчетности)	--	--	--	(9 903)	--	--
Капитализированные проценты	--	--	5 080	(5 080)	(5 080)	(5 080)
Неоперационные доходы (расходы)	--	4 948	--	--	--	--

Таблица 3

Сравнение данных, приведенных в отчетности АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями», с показателями, скорректированными S&P Global Ratings (млн тенге) (продолжение)						
ЕБИТДА - прибыль (убытки) от продажи основных фондов	1 044	1 044	--	1 044	--	--
Итого корректировки	1 044	5 992	5 080	(15 168)	(5 080)	(5 080)
<b>Показатели с учетом корректировок S&amp;P Global Ratings</b>						
	<b>ЕБИТДА</b>	<b>ЕБИТ</b>	<b>Процентные расходы</b>	<b>Денежный поток от операционной деятельности до изменения оборотного капитала (FFO)</b>	<b>Денежный поток от операционной деятельности</b>	<b>Капитальные расходы</b>
Скорректированные показатели	73 510	55 387	12 515	57 298	56 760	49 330

## Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

### Критерии

- Отражение риска субординации в корпоративных рейтингах выпусков облигаций // 28 марта 2018 г.
- Взаимосвязь долгосрочных и краткосрочных рейтингов // 7 апреля 2017 г.
- Присвоение рейтингов организациям, связанным с государством: Методология и допущения // 25 марта 2015 г.
- Методология и допущения: определения ликвидности для корпоративных заемщиков разных стран мира // 16 декабря 2014 г.
- Оценка странового риска: методология и допущения // 19 ноября 2013 г.
- Определение отраслевого риска: методология // 19 ноября 2013 г.
- Ключевые факторы кредитоспособности регулируемых инфраструктурных компаний // 19 ноября 2013 г.
- Критерии присвоения корпоративных рейтингов: коэффициенты и корректировки // 19 ноября 2013 г.
- Методология присвоения корпоративных кредитных рейтингов // 19 ноября 2013 г.
- Методология присвоения рейтингов группе организаций // 19 ноября 2013 г.
- Менеджмент и корпоративное управление как кредитные факторы для корпораций и страховых компаний: Методология // 13 ноября 2012 г.
- Характеристики собственной кредитоспособности: один из компонентов рейтинга // 1 октября 2010 г.
- Использование списка CreditWatch и прогнозов // 14 сентября 2009 г.



## Оценки профиля бизнес-рисков и профиля финансовых рисков: матрица

Профиль бизнес-рисков	Профиль финансовых рисков					
	Минимальный	Умеренный	Средний	Значительный	Агрессивный	Характеризующийся высоким уровнем долговой нагрузки
Очень сильный	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Сильный	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
Удовлетворительный	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
Приемлемый	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
<b>Слабый</b>	bb+	bb+	bb	<b>bb-</b>	b+	b/b-
Уязвимый	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

## Кредитные рейтинги (по состоянию на 7 марта 2019 г.)\*

## АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» в сравнении с сопоставимыми компаниями

Кредитный рейтинг эмитента	BB+/Стабильный/--
Рейтинг приоритетного необеспеченного долга	BB+

## История присвоения кредитных рейтингов

29.05.2018	BB+/Стабильный/--
23.11.2017	BB/Позитивный/--
12.09.2017	BB/Стабильный/--
19.02.2016	BB/Негативный/--
20.02.2015	BB+/Негативный/--
07.11.2014	BB+/Позитивный/--

\*Если не указано иное, все рейтинги в отчете даны по международной шкале. Кредитные рейтинги S&P Global Ratings по международной шкале сопоставимы для различных стран. Кредитные рейтинги S&P Global Ratings по национальной шкале имеют отношение к эмитентам и их долговым обязательствам внутри конкретной страны. Рейтинги эмитента и долговых обязательств могут включать долг, гарантированный другой организацией, а также долговое обязательство, имеющее рейтинг и гарантированное эмитентом.

ПЕРЕВОД ТОЛЬКО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ. Данный перевод предоставляется в целях более точного и полного понимания нашего отчета на английском языке, опубликованного на нашем сайте <http://www.capitaliq.com>, и только в информационно-справочных целях.

## Дополнительные контакты:

Industrial Ratings Europe; [Corporate\\_Admin\\_London@spglobal.com](mailto:Corporate_Admin_London@spglobal.com)

Copyright © 2019. S&P Global Market Intelligence. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа и данных о кредитоспособности, оценок, моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительно полученного письменного разрешения S&P Global Market Intelligence или его аффилированных лиц (вместе — S&P Global) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P Global и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P Global») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P Global не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P GLOBAL НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P Global ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P Global Market Intelligence, исследования, и подтверждения рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P Global Market Intelligence не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P Global Market Intelligence не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P Global Market Intelligence получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации. Материалы, имеющие отношение к кредитным рейтингам, включая периодические обоснования кредитных рейтингов и соответствующие полные отчеты (но не только эти виды публикаций), могут публиковаться по разным причинам, необязательно зависящим от действий Рейтингового комитета.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P Global осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P Global могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P Global действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P Global Ratings не принимает какого-либо участия в подготовке и создании кредитных оценок S&P Global Market Intelligence. Для различения моделей кредитных оценок вероятности дефолта S&P Global Market Intelligence от кредитных рейтингов, присваиваемых S&P Global Ratings, используется буквенное обозначение в нижнем регистре.

S&P Global может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P Global оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P Global публикуются на веб-сайтах — [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (доступ — бесплатный), а также [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) и [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P Global и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся стоимости рейтинговых услуг, можно получить по адресу: [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

# RatingsDirect®

---

## Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC)

**Primary Credit Analyst:**

Anna Brusinets, Moscow +7 (495) 7834060; [anna.brusinets@spglobal.com](mailto:anna.brusinets@spglobal.com)

**Secondary Contact:**

Elena Anankina, CFA, Moscow (7) 495-783-4130; [elena.anankina@spglobal.com](mailto:elena.anankina@spglobal.com)

### Table Of Contents

---

Credit Highlights

Outlook

Our Base-Case Scenario

Company Description

Business Risk

Financial Risk

Liquidity

Covenant Analysis

Environmental, Social, And Governance

Group Influence

Ratings Score Snapshot

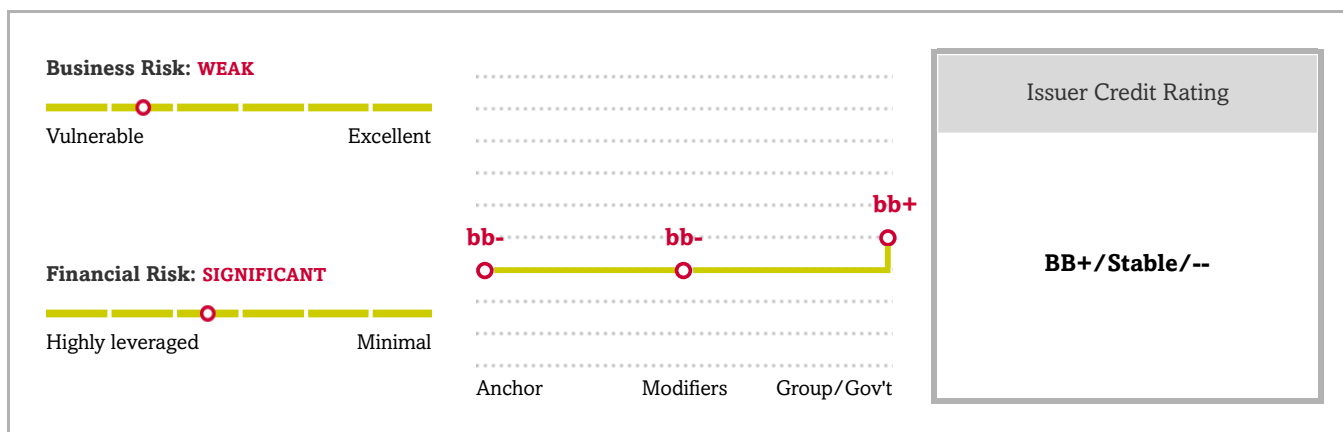
Reconciliation

## Table Of Contents (cont.)

---

Related Criteria

# Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC)



## Credit Highlights

Overview	
Key Strengths	Key Risks
Monopoly position in the stable, regulated electricity transmission business, with low operating risk.	A tariff system that lacks transparency and independence, is exposed to political intervention, and does not guarantee full or timely cost recovery.
Our expectation of stable EBITDA and positive free operating cash flow (FOCF).	An aged asset portfolio that requires extensive modernization.
Comfortable long-term maturity profile.	Exposure to foreign-currency risks.
High likelihood of extraordinary government support	Significant, but manageable, capital expenditure (capex) needs.
	Increasing dividend payouts.

**Despite the regulator's freeze on 2019 tariffs, we expect Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (KEGOC) will report healthy EBITDA in 2019-2020.** In December 2018, the regulator announced it would freeze KEGOC's transmission tariffs for 2019, although it previously approved 10% growth for the 2016-2020 regulatory period. We believe the regulator aims to compensate for increases in electricity prices for end consumers following introduction of the capacity market in Kazakhstan from Jan. 1, 2019. This supports our view that regulation in Kazakhstan remains unpredictable and politicized. KEGOC's S&P Global Ratings-adjusted EBITDA for the first six months of 2018 amounted to Kazakhstani tenge (KZT) 46 billion (about €110 million), and we expect the company to generate EBITDA of about KZT80 billion-KZT85 billion for full-year 2018, versus KZT73.5 billion in 2017. We expect the tariff freeze will be prolonged until 2020 and forecast moderate EBITDA of KZT70 billion-KZT75 billion in 2019-2020.

**KEGOC should be able to cover its increasing dividends and still-high capex with internal sources.** We understand that the dividends appetite of KEGOC's parent, 100% state-owned national welfare fund Samruk-Kazyna, is increasing (up to 80%-100% of net income compared with moderate 40% payouts on average in the past). This, together with still-significant capex needs of about KZT100 billion for 2018-2020, will likely have led to negative discretionary cash flow (DCF) in 2018. However, we expect dividends and capex will be funded by cash flows and available cash balances, and will not require new debt issuance. We expect the company will maintain financial leverage of about 40% in 2019-2020 and generate positive FOCF.

*We differentiate our rating on KEGOC from the sovereign rating and factor in high likelihood of receiving extraordinary government support, if needed.* In our view, indirect link between KEGOC and the government complicates the decision-making process and supportive measures could consequently take longer to materialize, as we observed with other government-related entities (GREs) in Kazakhstan. Thus, we do not equalize our rating on KEGOC with that on the sovereign. We apply, however, two notches of uplift to our assessment of the company's stand-alone credit profile (SACP). After an IPO in 2014, the government of Kazakhstan owns 90% plus one share in KEGOC via the state wealth fund Samruk-Kazyna, and we do not expect this will change.

### Outlook: Stable

The stable outlook on KEGOC reflects S&P Global Ratings' view that the current improvement in KEGOC's financial performance, with funds from operations (FFO) to debt comfortably above 30%, is sustainable. It also reflects our view that the company will maintain adequate liquidity, avoid large capex significantly above our current base case, and that dividend pressure will not materially exceed 100% of net income (maximum per current dividend policy). Our view of KEGOC as a GRE means we believe it will remain important and operationally close to Kazakhstan's government. In addition, we anticipate that the company's operations will continue to benefit from ongoing government support.

#### Upside scenario

We view rating upside as limited at this stage. Improvements in the company's SACP by one or two notches, which could result from higher EBITDA generation, will not automatically lead to an upgrade, all else being unchanged. We view rating upside as unlikely in the next one to two years, since an upgrade would require substantial improvement in KEGOC's SACP, to 'bbb-' from 'bb-' currently, and no deterioration in the sovereign rating on Kazakhstan (BBB-/Stable/A-3).

#### Downside scenario

We could take a negative rating action if the company's creditworthiness deteriorated materially, with FFO to debt falling below 30% and DCF remaining sustainably negative, or with liquidity weakening to a less-than-adequate level. This could result, for example, from extremely aggressive dividend pressure from the parent, material tariff revisions, new large investment projects, or a significant devaluation of the tenge, which is not our base case.

A one-notch downgrade of Kazakhstan, though unlikely, or the possibility of support falling to moderately high, could also lead to downgrade.

## Our Base-Case Scenario

Assumptions	Key Metrics			
<ul style="list-style-type: none"> <li>Slight decline in transmission volumes to about 42 kilowatt hours in 2018 and flat in 2019-2020, based on existing customer demands. However, actual volumes could be higher, for example, depending on exports. We understand that existing regulation does not protect KEGOC from volume risk, which is not the case in many other regulatory regimes.</li> <li>Average transmission tariff increases of 11% in 2018, and tariff freeze for 2019-2020.</li> <li>No material tenge devaluations. A year-end tenge to U.S. dollar exchange rate of 384 in 2018 and our expectation of 376 in 2019.</li> <li>Capex of up to KZT40 billion (about \$115 million) in 2018, moderating to about KZT25 billion-KZT30 billion in 2019-2020, with some flexibility in the capex timelines. Currently, we do not anticipate any new large investment projects; however, the company usually makes revisions to the budget by the end of the year.</li> <li>Dividends of up to 80%-100% of net income, in line with the existing dividend policy.</li> </ul>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
	EBITDA (KZT bil)	73.5	80.0-85.0	70.0-75.0
	Adjusted FFO to debt (%)	35.4	40.0-45.0	38.0-43.0
	EBITDA interest coverage (%)	5.9	~6.0	5.5-6.0
<p>A--Actual. E--Estimate. FFO--Funds from operations.</p>				

### Base-Case Projections

***We forecast that despite the tariff freeze, KEGOC will generate positive FOCF in 2019-2020 and fund its capex from internal sources.*** In December 2018, KEGOC commissioned high-voltage 500 kV Shulbinskaya HPP (Semey) - Aktogai - Taldykorgan - Alma transmission lines, the second stage of the large-scale investment project North-East-South 500 kV Electricity Transmission line. The first stage was completed in 2016. The total cost of the project was about KZT 150 billion, of which about half was funded from the company's internal sources. We expect moderate annual capex of KZT25 billion-KZT30 billion in 2019-2020, which will allow KEGOC to generate positive FOCF.

***We expect relatively stable debt leverage in 2019-2020 with FFO to debt at about 40%.*** We believe the company is able to finance working capital outflows from large available cash balances. As before, we do not net cash from adjusted debt when calculating our ratios because of the weaknesses in the business risk profile, including volatile profitability.

***We anticipate liquidity management will remain prudent.*** Although we understand that KEGOC is exposed to a weak local banking system where it keeps most cash, we assume almost all cash (except restricted amounts) is available to the company. Additionally, we understand it has no exposure to Tsesna Bank, which announced debt restructuring in January 2019.

## **Company Description**

KEGOC is the national operator of electricity transmission grid in Kazakhstan and has the following core activities:

- Electricity transmission;
- Control of technical dispatching; and
- Balancing the electricity production and consumption.

As of Jan. 1, 2018, the grid comprised over 25,000 kilometers of transmission lines and 78 substations. In 2017, the company reported revenues of KZT152 billion, including KZT95 billion for electricity transmission services.

KEGOC is 90% controlled by the Kazakh government via Samruk-Kazyna.

## **Business Risk: Weak**

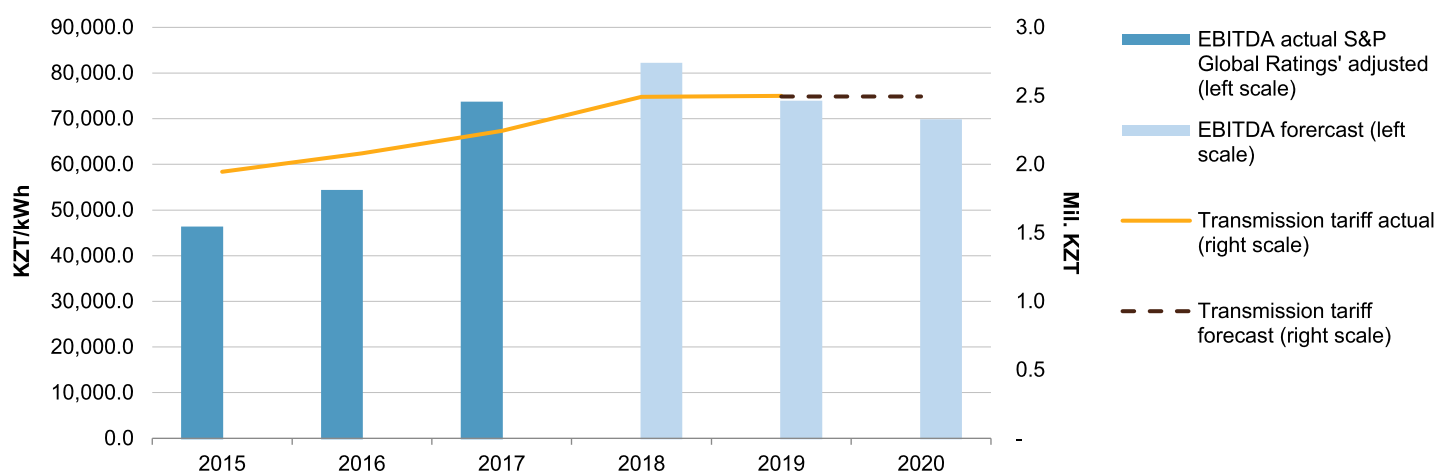
We view KEGOC's business risk profile as constrained by country risk in Kazakhstan and the tariff system, which lacks transparency and does not guarantee full or timely cost recovery. We do not believe that the mechanism allows for full pass-through of costs. In addition, the regulator's lack of independence from the government aggravates this risk because the government often uses utilities' tariffs as a social or macroeconomic instrument (as is the case with tariff caps, for example).

Our view is supported by a recent tariff freeze within a current five-year period (2016-2020). Still, historically achieved 10% annual increase for 2016-2018 enabled the company to generate cash flows sufficient to cover operating costs and capex, to gradually repay its debt and reduce leverage, and to materially increase EBITDA from KZT55 billion in 2016 to an estimate KZT80 billion-KZT85 billion in 2018. Factoring in the tariff freeze, we forecast the company will generate moderate EBITDA of KZT70 billion-KZT75 billion in 2019-2020.



Chart 1

## Actual And Forecast EBITDA And Electricity Transmission Tariffs



Source: S&P Global Ratings. KZT--Kazakhstani tenge.

Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

With the introduction of a capacity market in Kazakhstan in 2019, KEGOC undertook additional responsibilities related to zero-profit operations, which would add similar amounts to both revenues and costs, and reduce its EBITDA margin to about 20%-25% from the current 43%-48%. But we view this as largely irrelevant and focus on EBITDA growth in absolute terms.

## Peer comparison

Table 1

## Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC) -- Peer Comparison

## Industry Sector: Electric

	Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC)	Federal Grid Co. of the Unified Energy System	Kazakhstan Temir Zholy	Fingrid Oyj
Rating as of March 7, 2019	BB+/Stable/--	BBB-/Stable/--	BB-/Stable/--	AA-/Stable/A-1+
<b>--Fiscal year ended Dec. 31, 2017--</b>				
<b>(Mil. €)</b>				
Revenues	381.4	3,222.8	2,285.5	674.9
EBITDA	184.0	1,826.4	543.6	277.2
Funds from operations (FFO)	143.4	1,484.7	321.4	214.8
Net income from cont. oper.	82.3	1,053.6	27.9	130.8
Cash flow from operations	142.1	1,535.6	451.9	233.5
Capital expenditures	123.5	1,272.7	577.6	106.2
Free operating cash flow	18.6	262.9	(125.7)	127.4
Discretionary cash flow	(31.2)	(17.1)	(129.1)	29.4

**Table 1**

<b>Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC) -- Peer Comparison (cont.)</b>				
Cash and short-term investments	119.1	615.3	158.9	83.8
Debt	405.0	3,480.0	3,148.7	1,039.1
Equity	936.5	11,598.4	3,150.3	798.1
<b>Adjusted ratios</b>				
EBITDA margin (%)	48.2	56.7	23.8	41.1
Return on capital (%)	9.2	6.9	4.2	9.1
EBITDA interest coverage (x)	5.9	7.0	2.3	11.8
FFO cash int. cov. (x)	3.9	6.6	2.8	12.6
Debt/EBITDA (x)	2.2	1.9	5.8	3.7
FFO/debt (%)	35.4	42.7	10.2	20.7
Cash flow from operations/debt (%)	35.1	44.1	14.4	22.5
Free operating cash flow/debt (%)	4.6	7.5	(4.0)	12.3
Discretionary cash flow/debt (%)	(7.7)	(0.5)	(4.1)	2.8

Both KEGOC and Federal Grid Co (FGC) face higher country risk and less predictable regulation than Western European utility peers, such as Finnish TSO Fingrid. Typically to achieve a similar rating level, stronger financial metrics are needed to offset these qualitative risks.

Our ratings on KEGOC and KTZ include a two-notch uplift for our expectation of extraordinary state support, compared with one notch for Russian FGC and European Fingrid.

## **Financial Risk: Significant**

We expect KEGOC to report FFO to debt of 40%-45% for 2018, then declining slightly to 38%-43% from 2019 on the back of the announce tariff freeze.

KEGOC continues to gradually change the structure of its debt portfolio by repaying old U.S. dollar- and euro-denominated loans with tenge instruments issued in the local market. As of June 30, 2018, 44% of the debt portfolio was denominated in dollars and euros, versus 46% at end-2017 and 100% at end-2015. We view this as a positive trend that reduces the company's exposure to foreign currency fluctuation, even if it doesn't remove it completely.

## **Financial summary**

Table 2

Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC) -- Financial Summary					
Industry Sector: Electric					
	--Fiscal year ended 31--				
	2017	2016	2015	2014	2013
<b>(Mil. KZT)</b>					
Revenues	152,379.8	130,001.4	110,061.5	93,519.8	73,811.7
EBITDA	73,510.2	54,166.4	46,168.9	27,481.5	20,182.7
Funds from operations (FFO)	57,297.8	45,805.1	45,867.6	25,570.4	18,727.9
Net income from continuing operations	32,881.3	27,590.2	(7,779.6)	8,616.0	(14,500.3)
Cash flow from operations	56,760.5	61,081.6	49,975.5	18,060.4	13,410.4
Capital expenditures	49,330.1	28,688.9	24,062.5	22,552.9	22,710.4
Free operating cash flow	7,430.4	32,392.7	25,913.1	(4,492.5)	(9,300.0)
Discretionary cash flow	(12,467.2)	23,711.2	17,055.1	(4,492.5)	(11,382.3)
Cash and short-term investments	47,577.8	32,055.4	74,603.0	42,826.8	30,720.0
Debt	161,801.8	175,099.0	171,230.5	107,596.4	92,541.3
Equity	374,167.6	362,084.1	340,976.6	359,777.5	221,181.5
<b>Adjusted ratios</b>					
EBITDA margin (%)	48.2	41.7	41.9	29.4	27.3
Return on capital (%)	9.2	6.4	5.0	2.3	4.7
EBITDA interest coverage (x)	5.9	4.8	11.2	7.3	6.6
FFO cash int. cov. (x)	3.9	5.1	12.2	7.4	5.5
Debt/EBITDA (x)	2.2	3.2	3.7	3.9	4.6
FFO/debt (%)	35.4	26.2	26.8	23.8	20.2
Cash flow from operations/debt (%)	35.1	34.9	29.2	16.8	14.5
Free operating cash flow/debt (%)	4.6	18.5	15.1	(4.2)	(10.0)
Discretionary cash flow/debt (%)	(7.7)	13.5	10.0	(4.2)	(12.3)

KZT--Kazakgistani tenge.

## Liquidity: Adequate

We assess KEGOC's liquidity position as adequate. We estimate that the company's liquidity sources will comfortably exceed its funding needs by more than 1.6x in the next 12 months and that sources will exceed uses, even if EBITDA declines by 15%. We believe that KEGOC has adequate access to financing from local banks and highlight that the company keeps cash in local banks. We view the local banking system as relatively weak, even if we believe KEGOC keeps most cash with the largest local institutions and has no exposure to Tsesna Bank, which has recently announced debt restructuring. As for other midsize emerging market issuers, KEGOC's access to international capital markets may fluctuate, in our view. As such, despite solid metrics, we view liquidity as adequate and not strong.

Below, our estimate of KEGOC's principal liquidity sources and uses for the 12 months started Sept. 30, 2018.

Principal Liquidity Sources	Principal Liquidity Uses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• About KZT52 billion in available cash and deposits; and</li> <li>• Cash flow from operations of KZT55 billion-KZT60 billion.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capex of about KZT25 billion-KZT30 billion;</li> <li>• Maturing bank debt of about KZT12 billion, although the company could decide to make additional early repayments; and</li> <li>• Dividends of up to 80%-100% of net income, matching the dividend policy.</li> </ul>

## Covenant Analysis

KEGOC is subject to certain financial covenants contained in loan facilities from the European Bank for Reconstruction and Development and the International European Bank for Reconstruction and Development, notably a net debt-to-EBITDA ratio of below 4.0x. We expect KEGOC will comply with all covenants in 2018-2019.

## Environmental, Social, And Governance

The company's long-term development strategy is aimed at reliable operations of the power system of Kazakhstan, stable cash flow generation for shareholders, and sustainable development. At this stage, environmental and social factors have a limited impact on our credit ratings on KEGOC. Kazakhstan's electricity generation is heavily skewed toward coal, with a low and only slightly increasing share of renewable generation. This implies limited calls for additional capex in KEGOC's electricity grid infrastructure. KEGOC is involved in the government program for development of renewable energy in Kazakhstan by purchasing renewable electricity, but the impact on financial risk profile is immaterial. On the governance side, KEGOC's position as a GRE exposes it to sometimes unpredictable and politicized decision-making, but also provides the rationale for government support.

## Group Influence

We regard KEGOC as a GRE, not a subsidiary of Samruk-Kazyna. This is because, in our view, the government is an ultimate decision-maker. We believe there is a high likelihood that the government provides extraordinary support, if needed. KEGOC continues to play a very important role for Kazakhstan's government, given the company's strategic importance as the monopoly provider of essential electricity infrastructure and its status as a system operator. Still, we think the Kazakh government generally tolerates relatively high leverage at its various GREs. Moreover, support mechanisms via Samruk-Kazyna are relatively complex and time consuming, as we have seen with other Kazakh GREs, and we cannot rule out negative intervention from higher-than-expected dividends or regulatory pressures.

## Ratings Score Snapshot

### Issuer Credit Rating

BB+/Stable/--

### Business risk: Weak

- **Country risk:** High
- **Industry risk:** Very low
- **Competitive position:** Weak

### Financial risk: Significant

- **Cash flow/Leverage:** Significant

Anchor: bb-

### Modifiers

- **Diversification/Portfolio effect:** Neutral (no impact)
- **Capital structure:** Neutral (no impact)
- **Financial policy:** Neutral (no impact)
- **Liquidity:** Adequate (no impact)
- **Management and governance:** Fair (no impact)
- **Comparable rating analysis:** Neutral (no impact)

Stand-alone credit profile : bb-

- **Related government rating:** BBB-
- **Likelihood of government support:** High (+2 notches from SACP)

## Reconciliation

Table 3

### Reconciliation Of Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC) Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. KZT)

Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC) reported amounts						
	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditures
Reported	72,466	49,394	7,435	72,466	61,841	54,410
S&P Global Ratings' adjustments						
Interest expense (reported)	--	--	--	(7,435)	--	--
Interest income (reported)	--	--	--	6,205	--	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	(9,903)	--	--

**Table 3**

<b>Reconciliation Of Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC) Reported Amounts With S&amp;P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. KZT) (cont.)</b>						
Capitalized interest	--	--	5,080	(5,080)	(5,080)	(5,080)
Non-operating income (expense)	--	4,948	--	--	--	--
EBITDA - Valuation gains/(losses)	1,044	1,044	--	1,044	--	--
Total adjustments	1,044	5,992	5,080	(15,168)	(5,080)	(5,080)
<b>S&amp;P Global Ratings' adjusted amounts</b>						
	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>Interest expense</b>	<b>Funds from operations</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Capital expenditures</b>
Adjusted	73,510	55,387	12,515	57,298	56,760	49,330

## Related Criteria

- Criteria - Corporates - General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings, March 28, 2018
- General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings, April 7, 2017 General Criteria: Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions, March 25, 2015
- Criteria - Corporates - General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, Dec. 16, 2014
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - Utilities: Key Credit Factors For The Regulated Utilities Industry, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Group Rating Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, Nov. 13, 2012
- General Criteria: Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating, Oct. 1, 2010
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks, Sept. 14, 2009

**Business And Financial Risk Matrix**

<b>Business Risk Profile</b>	<b>Financial Risk Profile</b>					
	Minimal	Modest	Intermediate	<b>Significant</b>	Aggressive	Highly leveraged
Excellent	aaa/aa+	aa	a+ / a	a-	bbb	bbb-/bb+
Strong	aa/aa-	a+ / a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
Satisfactory	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
Fair	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
<b>Weak</b>	bb+	bb+	bb	<b>bb-</b>	b+	b/b-
Vulnerable	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

**Ratings Detail (As Of March 7, 2019)****Kazakhstan Electricity Grid Operating Co. (JSC)**

Issuer Credit Rating	BB+/Stable/--
Senior Unsecured	BB+

**Issuer Credit Ratings History**

29-May-2018	BB+/Stable/--
23-Nov-2017	BB/Positive/--
12-Sep-2017	BB/Stable/--
19-Feb-2016	BB/Negative/--
20-Feb-2015	BB+/Negative/--
07-Nov-2014	BB+/Positive/--

\*Unless otherwise noted, all ratings in this report are global scale ratings. S&P Global Ratings' credit ratings on the global scale are comparable across countries. S&P Global Ratings' credit ratings on a national scale are relative to obligors or obligations within that specific country. Issue and debt ratings could include debt guaranteed by another entity, and rated debt that an entity guarantees.

**Additional Contact:**

Industrial Ratings Europe; Corporate\_Admin\_London@spglobal.com

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) and [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.