

**«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) 690-455  
E-mail: kegoc@kegoc.kz

010010 Республика Казахстан,  
г. Астана, район Алматы,  
проспект Тәуелсіздік, здание 59  
Тел. (7172) 693-824, 690-203  
Факс (7172) 690-455  
E-mail: kegoc@kegoc.kz

22.12.2016 г. № 30-09/8091

## АО «Казakhstanская фондовая биржа»

Настоящим АО «KEGOC» сообщает, что рейтинговым агентством Fitch Ratings понижен долгосрочный рейтинг дефолта эмитента АО «KEGOC» с уровня «BBB» до «BBB-». Прогноз рейтинга изменен на «стабильный» (полный список рейтинговых действий прилагается).

**Заместитель Председателя  
Правления по развитию НЭС  
и корпоративному управлению**

**А. Куанышбаев**

исп: Токубаев Ш.  
тел. (7172) 690297

006072

## **Fitch понизило рейтинг КЕГОС до уровня «BBB-», прогноз «Стабильный»**

*(перевод с английского языка)*

Fitch Ratings-Москва-20 декабря 2016 г. Fitch Ratings понизило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») Казахской компании по управлению электрическими сетями («КЕГОС») в иностранной валюте с уровня «BBB» до «BBB-». Прогноз по рейтингу – «Стабильный». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

Понижение рейтингов отражает ослабление юридических связей компании с ее единственным непрямым акционером, Республикой Казахстан («BBB»/прогноз «Стабильный») после сокращения доли долга с госгарантией ниже нашего 40-процентного порогового уровня. Доля долга с государственной гарантией была ключевым фактором увязки рейтингов компании и государства. После понижения долгосрочные РДЭ КЕГОС находятся на один уровень ниже суверенного рейтинга.

Рейтинги КЕГОС продолжают отражать в целом сильные связи компании с государством, и мы ожидаем, что в случае необходимости поддержка будет своевременно предоставлена, в частности если возникнет потребность в получении разрешения на отступление от финансовых ковенантов или их пересмотр.

### **КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ**

#### **Ослабление юридических связей**

Рейтинги КЕГОС находятся на один уровень ниже суверенного рейтинга ввиду более слабых юридических связей компании с государством. Рейтинговый сценарий Fitch исходит из того, что по долгу компании не будут предоставлены какие-либо новые гарантии от государства. Мы ожидаем, что КЕГОС будет привлекать новый долг по рыночным ставкам без каких-либо преференций. Доля долга с гарантией у компании сократилась до 34% в конце 3 кв. 2016 г., что ниже нашего порогового уровня в 40%. Ожидается, что доля долга с гарантией продолжит снижаться по мере замещения компанией долга от ЕБРР и МБРР необеспеченными внутренними облигациями.

#### **Государственная поддержка подкрепляет рейтинговый подход «сверху-вниз»**

Мы продолжаем рассматривать операционные и стратегические связи КЕГОС с государством как сильные, что обуславливает применение рейтингового подхода «сверху-вниз»: долгосрочные РДЭ компании отсчитываются вниз от суверенных рейтингов Казахстана. Прочность таких связей поддерживается за счет стратегической значимости КЕГОС для экономики Казахстана, так как государство контролирует долю в 90%+1 в компании. Другие факторы, подкрепляющие связи с государством – статус КЕГОС как оператора национальной сети передачи электроэнергии, сильные операционные связи, включая одобрение тарифов и капвложений, а также история государственной поддержки в форме взносов капитала, предоставления активов, субординированных кредитов и субсидий.

#### **Замещение внутренних облигаций**

В июне-сентябре 2016 г. компания разместила на внутреннем рынке необеспеченные облигации объемом 47,5 млрд. тенге, которые были приобретены Национальным пенсионным фондом. Процентная ставка была установлена на уровне ИПЦ+2,9%. Первая ставка купона была установлена на основе ИПЦ за март 2016 г. на уровне 18,6%, что является высоким показателем с учетом небольшого экономического роста в Казахстане. При необходимости компания может провести эмиссию внутренних облигаций еще на

36 млрд. тенге в 2017 г. Мы ожидаем снижение процентной ставки до 10%-13% в 2017-2019 гг. после замедления темпов инфляции в Казахстане.

#### Благоприятные тарифы

KEGOC продолжает получать преимущества за счет благоприятных долгосрочных тарифов, которые установлены Агентством Республики Казахстан по регулированию естественных монополий и Агентством Республики Казахстан по защите конкуренции по 2020 г. Тарифы на передачу, диспетчеризацию и балансировку выросли в среднем на 12% в 2016 г., и ожидается их повышение в среднем на 8% в 2017-2020 гг.

По нашему мнению, долгосрочные тарифы обеспечивают прогнозируемость доходов, хотя они по-прежнему могут быть пересмотрены в случае макроэкономического шока или девальвации тенге. В своем рейтинговом сценарии Fitch прогнозирует рост тарифов в среднем на 2% ниже одобренных уровней на 2017-2020 гг.

#### Капвложения остаются высокими

Программа капитальных вложений KEGOC (236 млрд. тенге на 2016-2020 гг.) остается значительной, хотя она была сокращена в сентябре 2016 г. относительно 268 млрд. тенге с откладыванием ряда проектов развития. Доля капвложений в поддержание деятельности находится на низком уровне, в среднем 14% на 2016-2020 гг., обеспечивая гибкость для сокращения общего объема капвложений. Однако мы не ожидаем существенного снижения капвложений, так как одобренный высокий рост тарифов связан с осуществлением определенных инвестиций. Кроме того, мы прогнозируем, что KEGOC будет полагаться на новые заимствования без гарантий для финансирования своей крупной программы капвложений.

#### Укрепление самостоятельной кредитоспособности

Мы оцениваем кредитоспособность KEGOC на самостоятельной основе как соответствующую верхней части рейтинговой категории «BB» с учетом монопольной позиции компании в области передачи электроэнергии в стране и хорошего финансового профиля. В то же время кредитоспособность компании на самостоятельной основе сдерживается крупными капиталовложениями, которые, вероятно, приведут к сохранению отрицательного свободного денежного потока, и высокой подверженностью валютному риску.

Тем не менее, финансовый профиль компании существенно улучшился в 2015 г., и мы ожидаем, что скорректированный леверидж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) и обеспеченность постоянных платежей по FFO будут в среднем соответственно составлять 2,5x и 6,9x в 2016-2020 гг. В Казахстане мы, как правило, рассматриваем валовые показатели ввиду слабой банковской системы в стране. Если компания погасит некоторые из кредитов, номинированных в иностранной валюте, ее показатели левериджа еще более улучшатся.

#### КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ

KEGOC – компания по управлению электрическими сетями в Казахстане. Наиболее близкими сопоставимыми компаниями являются российская электросетевая компания ФСК ЕЭС («BBB-»/прогноз «Стабильный») и МОЭСК («BB+»/прогноз «Стабильный»), основная электрораспределительная компания в Москве и Московской области. KEGOC и компания-аналоги подвержены влиянию регулятивной неопределенности, обусловленной макроэкономическими шоками и возможным политическим вмешательством. Их инвестиционные программы, как правило, являются значительными.

KEGOC и МОЭСК также подвержены риску объемов, в то время как у ФСК ЕЭС подверженность риску объемов является ограниченной, поскольку ее тарифы основаны, помимо других факторов, на заявленных потребностях клиентов в электрической мощности, а не на фактическом потреблении электроэнергии. При рейтинговании KEGOC применяется подход «сверху-вниз», в то время как ФСК ЕЭС и МОЭСК рейтингуются на самостоятельной основе с учетом господдержки в качестве позитивного фактора. Кредитоспособность KEGOC практически такая же, как у ФСК ЕЭС и МОЭСК.

## КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Ключевые допущения Fitch, использованные в рейтинговом сценарии агентства для KEGOC, включают:

- Рост тарифов на 2% ниже утвержденных долгосрочных тарифов
- Рост объемов передачи электроэнергии в соответствии с ростом ВВП в 2016-2020 гг.
- Суммарные капиталовложения в 236 млрд. тенге в 2016-2020 гг.
- Коэффициент дивидендных выплат в 80% в 2017-2020 гг., что выше прогноза компании в 40%
- Процентная ставка по внутренним облигациям в 13,4% в 2017 г., 12,4% в 2018 г. и 10,4% в 2019-2020 гг.

## ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

Будущие события, которые могут вместе или в отдельности привести к позитивному рейтинговому действию, включают:

- Позитивное рейтинговое действие по суверенному эмитенту
- Укрепление юридических связей (например, увеличение доли долга с гарантией устойчиво выше 40%);
- Улучшение делового или финансового профиля компании (возможно, в результате более сильного регулирования или более значительного финансирования за счет собственных средств), что было бы позитивным фактором для не имеющего гарантий долга KEGOC и рейтинга компании на самостоятельной основе.

Будущие события, которые могут вместе или в отдельности привести к негативному рейтинговому действию, включают:

- Негативное рейтинговое действие по суверенному эмитенту
- Если государство допустит ухудшение кредитоспособности компании, например, в случае увеличения программы капиталовложений без достаточного финансирования или в случае пересмотра тарифов в сторону понижения, что обусловило бы скорректированный валовый леверидж по FFO устойчиво выше 4х и обеспеченность постоянных платежей по FFO ниже 4х, мы можем рассмотреть увеличение нотчинга или изменение рейтингового подхода на «снизу-вверх».

В своем комментарии по суверенному рейтингу Казахстана, конечной материнской структуры KEGOC, от 28 октября 2016 г. Fitch указывало следующие факторы, которые могут влиять на рейтинги страны в будущем:

Следующие факторы риска вместе или в отдельности могут привести к негативному рейтинговому действию:

- Недостатки в проводимой политике или длительный период низких цен на нефть, что вызовет дальнейшее ослабление суверенного внешнего баланса

- Материализация существенных условных обязательств для суверенного баланса со стороны банковского сектора.

Следующие факторы вместе или в отдельности могут привести к позитивному рейтинговому действию:

- Устойчивое восстановление внешних и фискальных буферов.
- Шаги, направленные на снижение уязвимости государственных финансов к резким негативным изменениям цены на нефть в будущем, например, за счет сокращения дефицита нефтегазового бюджета.
- Устойчивое восстановление экономики, поддерживаемое существенным улучшением делового климата и качества управления и более высокой диверсификацией.

## ЛИКВИДНОСТЬ

Адекватная ликвидность

На 30 сентября 2016 г. доступные к использованию денежные средства у KEGOC составляли 140 млрд. тенге, что было достаточным для покрытия долга с короткими сроками до погашения в 26 млрд. тенге. Компания имеет достаточно сбалансированную структуру долга по срокам погашения при годовом объеме выплат в 22 млрд. тенге. В то же время Fitch ожидает отрицательный свободный денежный поток в среднем в 6 млрд. тенге в год в 2016-2020 гг. ввиду существенной инвестиционной программы.

Почти все денежные средства группы размещены в казахстанских банках. Мы считаем, что доступ компании к ликвидности для ведения текущей деятельности, вероятно, будет достаточным, однако полный доступ ко всем денежным средствам, находящимся в казахстанских банках, может быть ограниченным. В результате в нашем анализе мы фокусируемся на показателях валового, а не чистого левериджа.

Высокие валютные риски

KEGOC подвержена валютному риску, поскольку около 76% долга компании в размере 205 млрд. тенге на 30 сентября 2016 г. было в иностранной валюте (51% в долларах США и 25% в евро) при лишь небольшой доле долларовой выручки (относящейся к международному потоку электроэнергии). KEGOC не имеет каких-либо договоренностей о хеджировании, хотя риск валютного несоответствия частично сглаживается номинированными в долларах денежными средствами и банковскими депозитами на сумму 74 млрд. тенге.

Уязвимость к валютному риску сократится по мере дальнейшего выпуска компанией внутренних облигаций или в случае решения KEGOC досрочно погасить некоторые из своих кредитов. Тем не менее, мы ожидаем, что подверженность валютному риску останется существенной.

## ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

Долгосрочные РДЭ в иностранной и национальной валюте понижены с уровня «ВВВ» до «ВВВ-», прогноз «Стабильный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте понижен с уровня «F2» до «F3».

Контакты:

Ведущий аналитик  
Дмитрий Доронин, CFA

Аналитик  
+7 495 956 9984

Главный аналитик  
Элина Кулиева  
Младший директор  
+7 495 956 2402  
Фитч Рейтингз СНГ Лтд  
26, ул. Валовая  
Москва 115054

Председатель комитета  
Аркадиуш Вицик, CFA  
Старший директор  
+48 22 338 6286

Контакты для прессы в Москве: Юлия Бельская фон Телль, Москва, тел.: + 7 495 956 9908/9901, [julia.belskayavontell@fitchratings.com](mailto:julia.belskayavontell@fitchratings.com)

Краткая информация по финансовым корректировкам  
Операционный лизинг: мы применяли к расходам по операционному лизингу мультипликатор 6х (используемый для Казахстана), чтобы создать обязательство, аналогичное долговому.

Дополнительная информация представлена на сайтах [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) и [www.fitchratings.ru](http://www.fitchratings.ru). В регулятивных целях для различных юрисдикций указанный выше главный аналитик считается первым аналитиком по эмитенту, а ведущий аналитик – вторым аналитиком по эмитенту.

**Применимые методологии:**

«Методология рейтингования нефинансовых компаний»/Criteria for Rating Non-Financial Corporates (27 сентября 2016 г.)

<https://www.fitchratings.com/site/re/885629>

«Взаимосвязь между рейтингами материнской и дочерней структур»/Parent and Subsidiary Rating Linkage (31 августа 2016 г.)

<https://www.fitchratings.com/site/re/886557>

**Дополнительное раскрытие информации:**

[Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form](#)

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

НА ВСЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ FITCH РАСПРОСТРАНЯЮТСЯ ОПРЕДЕЛЕННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДИСКЛЕЙМЕРЫ. МЫ ПРОСИМ ВАС ОЗНАКОМИТЬСЯ С ЭТИМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ И ДИСКЛЕЙМЕРАМИ ПО ССЫЛКЕ: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). КРОМЕ ТОГО, ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ И УСЛОВИЯ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДОСТУПНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ ИНТЕРНЕТ-САЙТЕ АГЕНТСТВА [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). НА САЙТЕ В ПОСТОЯННОМ ДОСТУПЕ ТАКЖЕ РАЗМЕЩЕНЫ СПИСКИ ОПУБЛИКОВАННЫХ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИИ ПРИСВОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ. В РАЗДЕЛЕ «КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ» САЙТА НАХОДЯТСЯ КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ FITCH, ПОЛИТИКА АГЕНТСТВА В ОТНОШЕНИИ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ, КОНФЛИКТОВ ИНТЕРЕСОВ, «КИТАЙСКОЙ СТЕНЫ» МЕЖДУ АФФИЛИРОВАННЫМИ СТРУКТУРАМИ, ПОЛИТИКА НАДЗОРА ЗА СОБЛЮДЕНИЕМ УСТАНОВЛЕННЫХ ПРАВИЛ И ПРОЧЕЕ. РУССКОЯЗЫЧНЫЕ ВЕРСИИ ОПРЕДЕЛЕНИЙ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИЙ ИХ ПРИСВОЕНИЯ, СПИСКОВ РЕЙТИНГОВ И АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ ПО ЭМИТЕНТАМ РОССИИ И СНГ РАЗМЕЩЕНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ РУССКОЯЗЫЧНОМ САЙТЕ АГЕНТСТВА [WWW.FITCHRATINGS.RU](http://WWW.FITCHRATINGS.RU). FITCH МОГЛО ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ДРУГИЕ РАЗРЕШЕННЫЕ УСЛУГИ РЕЙТИНГУЕМОМУ ЭМИТЕНТУ ИЛИ СВЯЗАННЫМ С НИМ ТРЕТЬИМ СТОРОНАМ. ИНФОРМАЦИЯ О ДАННОЙ УСЛУГЕ ПРИМЕНИТЕЛЬНО К РЕЙТИНГАМ, ПО КОТОРЫМ ВЕДУЩИЙ АНАЛИТИК БАЗИРУЕТСЯ В ЮРИДИЧЕСКОМ ЛИЦЕ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННОМ В ЕС, ПРЕДСТАВЛЕНА НА КРАТКОЙ СТРАНИЦЕ ПО ЭМИТЕНТУ НА ВЕБСАЙТЕ FITCH.

© 2016 г. Владелец авторских прав: Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. и дочерние компании. 33 Уайтхолл Стрит, Нью-Йорк, NY 10004. Телефон: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Факс: (212) 480-4435. Любое воспроизведение данного материала, полностью или частично, без разрешения владельца запрещено. Все права защищены. При присвоении и поддержании рейтингов Fitch полагается на фактическую информацию, которую оно получает от эмитентов, андеррайтеров и из других источников, которые Fitch считает надежными. Fitch проводит разумное исследование фактической информации, на которую оно полагается, в соответствии со своей рейтинговой методологией и получает разумное подтверждение правильности этой информации из независимых источников, в той мере, в которой такие источники доступны для соответствующей ценной бумаги или в соответствующей юрисдикции. Способ исследования Fitch фактической информации и объем удостоверения ее правильности, которое агентство получает от третьих сторон, будут различаться в зависимости от характера рейтингуемой ценной бумаги и ее эмитента, требований и практики в той юрисдикции, где осуществляется размещение и продажа рейтингуемой ценной бумаги и/или где расположен эмитент, от доступности и характера релевантной публичной информации, доступа к менеджменту и консультантам эмитента, наличия уже существующих удостоверений правильности информации от третьих сторон, таких как заключения аудиторов, письма о проведении согласованных процедур, документы по оценке стоимости, актуарные заключения, технические отчеты, юридические заключения и прочие отчеты, предоставленные третьими сторонами, от наличия независимых и компетентных третьих сторон, способных удостоверить правильность информации в отношении конкретной ценной бумаги или конкретной юрисдикции эмитента, а также от ряда других факторов. Пользователи рейтингов Fitch должны понимать, что ни дополнительное исследование фактической информации, ни какое-либо подтверждение правильности от третьих сторон не может обеспечить точность и полноту всей информации, на которую Fitch полагается применительно к рейтингам. В конечном итоге эмитент и его консультанты отвечают за точность информации, которую они предоставляют Fitch и рынку в документации по размещению ценных бумаг и других отчетах. При присвоении рейтингов Fitch вынуждено полагаться на работу экспертов, в том числе на независимых аудиторов применительно к финансовой отчетности и юристов применительно к юридическим и налоговым вопросам. Кроме того, рейтинги по своей сути нацелены на перспективу и включают допущения и прогнозы в отношении будущих событий, которые по своей природе не могут быть проверены как факты. В результате, несмотря на какую-либо проверку существующих фактов, на рейтинги могут влиять будущие события и условия, которые не ожидалось на момент присвоения или подтверждения рейтинга.

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, публикуется на условиях «как есть», без каких-либо заверений и гарантий. Рейтинги Fitch представляют собой мнение относительно кредитного качества ценной бумаги. Данное мнение основано на установленных критериях и методологиях, которые Fitch пересматривает и обновляет на постоянной основе. Таким образом, рейтинги являются коллективным продуктом Fitch, и никакое физическое лицо или группа лиц не несет единоличной ответственности за рейтинг. Рейтинги не являются мнением относительно риска убытков вследствие каких-либо факторов, кроме кредитных рисков, за исключением случаев, когда это оговорено отдельно. Fitch не занимается размещением или продажей каких-либо ценных бумаг. Все отчеты Fitch имеют совместное авторство. Физические лица, указанные в отчетах Fitch, участвовали в формировании мнений, содержащихся в отчетах, однако не несут за них единоличной ответственности. Они указываются исключительно как контактные лица. Рейтинговый отчет Fitch не является проспектом эмиссии и не служит заменой информации, подобранной, проверенной и представленной инвесторам эмитентом или его агентами в связи с продажей ценных бумаг. Рейтинги могут быть изменены или отозваны в любое время и по любой причине исключительно на усмотрение Fitch. Агентство Fitch не предоставляет каких-либо консультаций по вопросам инвестиций. Рейтинги не являются рекомендацией покупать, продавать или держать какую-либо ценную бумагу. Рейтинги не являются мнением относительно приемлемости рыночной цены или соответствия той или иной ценной бумаги целям и задачам конкретных инвесторов, а также относительно применения налоговых освобождений или налогообложения каких-либо выплат в отношении ценных бумаг. Fitch получает вознаграждение от эмитентов, страховщиков, поручителей, прочих заемщиков и андеррайтеров за присвоение рейтингов ценным бумагам. Размер такого вознаграждения, как правило, варьируется в пределах от 1 000 долл. до 750 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте) за эмиссию. В некоторых случаях Fitch присваивает рейтинг всем или нескольким эмиссиям эмитента, либо эмиссиям, застрахованным/гарантированным одним страховщиком/поручителем, за одно общее годовое вознаграждение. Размер такого вознаграждения обычно варьируется в пределах от 10 000 долл. до 1 500 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте). Присвоение, публикация или распространение рейтингов Fitch не является разрешением агентства на использование его названия в качестве ссылки на экспертное мнение в связи с какими-либо регистрационными документами, предоставляемыми согласно законодательству США о ценных бумагах, Закону Великобритании о финансовых услугах и рынках 2000 г. или законодательству о ценных бумагах какой-либо другой страны. Вследствие более высокой эффективности электронных средств публикации и распространения информации, аналитические отчеты Fitch могут поступать подписчикам электронных версий до трех дней раньше, чем подписчикам печатных версий.

Только для Австралии, Новой Зеландии, Тайвани и Южной Кореи: Fitch Australia Pty Ltd имеет лицензию на предоставление финансовых услуг в Австралии (Лицензия AFS №337123), которая дает право предоставлять

кредитные рейтинги только оптовым клиентам. Информация о кредитных рейтингах, опубликованная Fitch, не предназначена для использования лицами, которые являются розничными клиентами в соответствии со значением Закона о корпорациях 2001 г.

30, Норт Колоннейд, Лондон, E14 5GN



## **Fitch Downgrades KEGOC to 'BBB-'; Outlook Stable**

Fitch Ratings-Moscow-20 December 2016: Fitch Ratings has downgraded Kazakhstan Electricity Grid Operating Company's (KEGOC) Long-Term Foreign Currency Issuer Default Rating to 'BBB-' from 'BBB'. The Outlook is Stable. A full list of ratings actions is available at the end of this commentary.

The downgrade reflects weakened legal ties between KEGOC and its sole, indirect shareholder - the Republic of Kazakhstan (BBB/Stable), following a decline in the share of state-guaranteed debt below our 40% threshold. The share of state-guaranteed debt had been the key driver of the alignment of their ratings. Following the downgrade, the company's Long-Term IDRs are one notch lower than the sovereign's.

KEGOC's ratings continue to reflect overall strong links with the government and we expect timely support in case of need, including should financial covenants need to be waived or renegotiated.

### **KEY RATING DRIVERS**

#### **Weakened Legal Ties**

We have introduced a one-notch difference from the sovereign rating for KEGOC due to weakened legal links with the government. Our rating case does not assume any new guarantees to be provided from the government for KEGOC's debt. We expect KEGOC to attract new borrowings at market rates without any preference. KEGOC's share of guaranteed debt fell to 34% at end-3Q16, below our threshold of 40%. The share of guaranteed debt is expected to fall further as the company substitutes debt from EBRD and IBRD with unsecured local bonds.

#### **State Support Underpins Top-Down Approach**

We continue to view the operational and strategic links between KEGOC and the state as strong, which supports the application of our top-down rating approach. The strength of the ties is underpinned by the company's strategic importance to the Kazakh economy as it is 90%+1 controlled by the state. Other factors supporting the links are the status of KEGOC as the national electricity transmission grid operator, strong operational ties, including tariff and capex approval, and track record of state support in the form of equity injections, contributions of assets, subordinated loans and subsidies.

#### **Local Bonds Substitution**

In June-September 2016 KEGOC placed KZT47.5bn of local unsecured bonds, which were subscribed by National Pension Fund. The interest rate was set at CPI+2.9%. The first coupon rate was set based on CPI in March 2016 at 18.6%, which is high given the modest economic growth in Kazakhstan. The company may issue additional KZT36bn of local bonds in 2017 in case of business needs. We expect interest rate to decrease to 10%-13% in 2017-2019 following the slowdown of inflation in Kazakhstan.

#### **Favourable Tariffs**

KEGOC continues to benefit from favourable long-term tariffs set by the Committee on Regulation of Natural Monopolies and Protection of Competition until 2020. The tariffs for transmission, dispatching and balancing increased by an average 12% in 2016 and are expected to grow on average 8% in 2017-2020.

In our view long-term tariffs provide earnings visibility, although they remain subject to revision in case of macroeconomic shock or tenge devaluation. In our rating case, we forecast tariffs to grow on average 2% below approved levels over 2017-2020.

### CAPEX Remains High

KEGOC's capex programme of KZT236bn for 2016-2020 remains high, although it was scaled down in September 2016 from KZT268bn previously with the postponement of some development projects. The share of maintenance capex is low at an average 14% for 2016-2020, providing the scope for cuts to total capex. However, we do not expect substantial reductions to capex since approved high tariff growth is contingent on certain investments being realised. We also expect KEGOC to rely on new unguaranteed borrowings to finance its large capex programme.

### Strengthening Standalone Profile

We assess KEGOC's standalone profile as commensurate with a high 'BB' rating category given the company's monopoly position in electricity transmission in the country and sound financial profile. However, the company's standalone profile is constrained by large capex, which is likely to result in continued negative free cash flow (FCF), and by a high exposure to FX.

Nevertheless, the company's financial profile significantly improved in 2015, and we expect its funds from operations (FFO) adjusted leverage and FFO fixed charge cover to average 2.5x and 6.9x in 2016-2020, respectively. In Kazakhstan we usually look at gross metrics due to a weak local banking system. If the company repays some of its FX-denominated loans, its leverage metric will improve further.

### DERIVATION SUMMARY

KEGOC is an electricity transmission company in Kazakhstan. Its closest peers are FedGrid (BBB-/Stable), Russian electricity transmission operator, and MOESK (BB+/Stable), the principal electricity distribution company in Moscow and the wider Moscow region. KEGOC and its peers are subject to the regulatory uncertainties stemming from macroeconomic shocks and to possible political interference. Their investment programmes are usually sizeable.

KEGOC and MOESK are also subject to volume risk, while FedGrid's exposure to volume risk is limited since the company's tariffs are set based on, among other factors, customers' declared electricity capacity needs and not on actual electricity consumption. KEGOC is rated based on a top-down approach while FedGrid and MOESK are rated on a standalone basis plus uplift for state support. KEGOC's standalone profile is almost the same as that of FedGrid and MOESK.

### KEY ASSUMPTIONS

Fitch's key assumptions within the rating case for KEGOC include:

- Tariff growth of 2% below the approved long-term tariffs
- Transmission volumes to grow in line with GDP over 2016-2020
- KZT236bn of total capex in 2016-2020
- 80% dividend pay-out ratio in 2017-2020, which is higher than the company's forecast of 40%
- Interest rate for local bonds at 13.4% in 2017, 12.4% in 2018 and 10.4% in 2019-2020.

## RATING SENSITIVITIES

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

- Positive sovereign rating action;
- Strengthening of legal ties (e.g. the share of guaranteed debt rises steadily above 40%);
- Enhancement of the business or financial profile, possibly as a result of stronger regulation and higher equity funding, which would be positive for the unguaranteed debt profile of KEGOC and its standalone rating.

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

- Negative sovereign rating action;
- If the state tolerates deterioration of the company's credit profile e.g. through 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, we may consider widening the notching or changing the rating approach to bottom-up.

For the sovereign rating of Kazakhstan, KEGOC's ultimate parent, Fitch outlined the following sensitivities in its rating action commentary of 28 October 2016:

The following risk factors individually, or collectively, could trigger negative rating action:

- Policy mismanagement or prolonged low oil prices leading to a further weakening in the sovereign external balance sheet.
- Materialisation of significant contingent liabilities from the banking sector on the sovereign balance sheet.

The following factors, individually or collectively, could result in positive rating action:

- A sustained recovery in external and fiscal buffers.
- Steps to reduce the vulnerability of the public finances to future oil price shocks, for example, by shrinking the non-oil deficit.
- A sustained recovery in the economy supported by substantial improvements in the business climate and governance and greater diversification.

## LIQUIDITY

### Adequate Liquidity

At 30 September 2016 KEGOC's readily available cash position stood at KZT140bn, which was sufficient to cover short-term maturities of KZT26bn. The company has a fairly balanced debt maturity profile with a KZT22bn annual repayment. However, Fitch expects negative FCF of average KZT6bn annually over 2016-2020, driven by a substantial investment programme.

Almost all of the group's cash position is held at domestic banks. While we believe that the company's access to liquidity for daily operations is likely to be adequate, its full access to all the

cash held at Kazakh banks may be limited. As a result, we focus on gross leverage ratios in our analysis rather than on net figures.

#### High FX exposure

KEGOC is exposed to currency risk as about 76% of the company's KZT205bn debt at 30 September 2016 was in foreign currencies (51% in USD and 25% in EUR) with only a marginal portion of revenue denominated in USD (related to transnational electricity flow). KEGOC does not have any hedging arrangements, although the currency mismatch risk is partly mitigated by its holding of KZT74bn of USD-denominated cash and bank deposits.

Vulnerability to FX risk will be reduced as KEGOC issues further local bonds or decides to repay some of its loans early. Nevertheless, we expect the FX exposure to remain significant.

#### FULL LIST OF RATING ACTIONS

Long-Term Foreign and Local Currency IDRs downgraded to 'BBB-' from 'BBB', Outlook Stable

Short-Term Foreign Currency IDR downgraded to 'F3' from 'F2'.

#### Contact:

Principal Analyst  
Dmitry Doronin, CFA  
Analyst  
+7 495 956 9984

Supervisory Analyst  
Elina Kulieva  
Associate Director  
+7 495 956 2402  
Fitch Ratings CIS Ltd  
26 Valovaya Street  
Moscow 115054

Committee Chairperson  
Arkadiusz Wicik, CFA  
Senior Director  
+48 22 338 6286

Media Relations: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel: +7 495 956 9908, Email: [julia.belskayavontell@fitchratings.com](mailto:julia.belskayavontell@fitchratings.com).

#### Summary of Financial Statement Adjustments

Operating leases: We applied a 6x multiple (relevant to Kazakhstan) to operating lease expenses to create a debt-like obligation.

Additional information is available on [www.fitchratings.com](http://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.

#### Applicable Criteria

Criteria for Rating Non-Financial Corporates (pub. 27 Sep 2016)

Parent and Subsidiary Rating Linkage (pub. 31 Aug 2016)

## **Additional Disclosures**

Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form

Solicitation Status

Endorsement Policy

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2016 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single

annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001

30 North Colonnade, London, E14 5GN