



140000, Қазақстан Республикасы,  
Павлодар қ., Кривенко к-сі, 27  
Тел.: +7 7182 39 95 06, факс: +7 7182 32 97 88  
e-mail: [info@pavlodarenergo.kz](mailto:info@pavlodarenergo.kz)  
[www.pavlodarenergo.kz](http://www.pavlodarenergo.kz)

140000, Республика Казахстан,  
г. Павлодар, ул. Кривенко, 27  
Тел.: +7 7182 39 95 06, факс: +7 7182 32 97 88  
e-mail: [info@pavlodarenergo.kz](mailto:info@pavlodarenergo.kz)  
[www.pavlodarenergo.kz](http://www.pavlodarenergo.kz)

№ 4-7004  
26.07.2018

Заместителю председателя правления  
АО «Казахстанская Фондовая биржа»  
Г-же Хорошевой Н.Ю.  
050040, г. Алматы, ул. Байзакова, 280  
(Бизнес-центр Almaty Towers,  
северная башня)

Настоящим "АО ПАВЛОДАРЭНЕРГО" в соответствии с требованиями Листинговых правил АО «Казахстанская фондовая биржа» информирует Вас о том, что 24 июля 2018 года рейтинговое агентство Fitch Ratings подтвердило АО "ПАВЛОДАРЭНЕРГО" долгосрочные рейтинги дефолта эмитента ("РДЭ") в иностранной валюте и национальной валюте на уровне "B+". Прогноз по рейтингам - "Стабильный".

Национальный долгосрочный рейтинг присвоен на уровне "BBB(kaz)", прогноз «Стабильный».

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте присвоен на уровне "B+", рейтинг возвратности активов - "RR4".

В приложении к настоящему письму направляем Вам отчет рейтингового агентства Fitch Ratings от 24 июля 2018 года.

Приложение:

1. Копия отчета агентства Fitch Ratings от 24 июля 2018 года.

И.о.Генерального директора

В.Лесин

Исп.зам.главного бухгалтера  
Елена Борисовна Веренич  
Тел. +7 7182 39 95 12

## **Fitch подтвердило рейтинги ЦАЭК и дочерних компаний на уровне «В+», прогноз «Стабильный»**

**Fitch Ratings-Moscow-24 July 2018: (перевод с английского языка)**

**Fitch Ratings-Лондон-19 июля 2018 г. Fitch Ratings подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента («РДЭ») в иностранной и национальной валюте АО Центрально-Азиатская Электроэнергетическая Корпорация, Казахстан, (далее – «ЦАЭК») и его 100-процентных дочерних компаний, АО Павлодарэнерго и АО Севказэнерго, на уровне «В+». Прогноз по рейтингам – «Стабильный». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.**

Подтверждение рейтингов отражает по-прежнему высокую подверженность валютному риску и слабые профили ликвидности всех трех компаний. В качестве позитивного фактора рейтинги учитывают устойчивый левверидж после улучшения регулятивной среды для сегмента генерации после запуска рынка мощности с 2019 г., долгосрочные тарифы на распределение электроэнергии и тепловой энергии и генерацию тепловой энергии, хороший профиль консолидированного бизнеса, вертикальную интеграцию и стабильную региональную рыночную позицию, несмотря на в целом небольшой размер.

### **КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ**

Рынок мощности повышает прогнозируемость EBITDA: мы полагаем, что новая модель электроэнергетического рынка Казахстана может улучшить прогнозируемость доходов генерирующих компаний, в особенности после замораживания тарифов в период 2016-2018 гг., в зависимости от результатов первых аукционов мощности. ЦАЭК ожидает в целом нейтральное влияние на выручку от электроэнергии с 2019 г. Наш прогноз является более консервативным ввиду более низкого прогноза на 2018 г. по объемам генерации электроэнергии у Севказэнерго ввиду ряда незапланированных ремонтных работ.

Модель рынка предполагает разделение электроэнергетического рынка на рынок электроэнергии и рынок мощности. Компонент электроэнергии будет по-прежнему покрывать переменные затраты генерирующих компаний и также позволит всем генерирующим компаниям зарабатывать дополнительную фиксированную маржу за счет ребалансировки существующих тарифов между генерирующими компаниями. Мы полагаем, что рынок мощности, который будет покрывать фиксированные затраты, будет фокусироваться главным образом на модернизации существующих мощностей, а не на строительстве новых, поскольку уже имеются избыточные мощности, в особенности в северной части Казахстана.

Долгосрочные тарифы на распределение и тарифы на тепловую энергию: на ЦАЭК оказывают позитивное влияние долгосрочные тарифы, утвержденные до 2020 г., в сегментах распределения электроэнергии и генерации и распределения тепловой энергии, которые обеспечивают более половины выручки компании. Регулятор утвердил тарифы для сегмента распределения энергии с совокупными темпами годового роста (CAGR) в 3%-8%, в 8%-9% для сегмента генерации тепловой энергии и в 10%-15% на 2016-2020 гг. в сегменте распределения тепловой энергии в рамках методологии «издержки плюс допустимая маржа прибыли».

Мы не применяем дисконт к утвержденному уровню роста тарифов в нашем рейтинговом сценарии, поскольку тарифы в сегментах распределения электроэнергии и генерации и

распределения тепловой энергии последовательно применялись в 2016-2018 гг. Система предельных тарифов в сегменте генерации электроэнергии, действовавшая в 2009-2015 гг., также была устойчивой.

Медленное снижение леввериджа, несмотря на более умеренные капиталовложения: мы ожидаем, что консолидированный скорректированный валовый левверидж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) у ЦАЭК будет немногим выше 3,0x (2,8x в 2017 г.) в 2018-2021 гг. Это несмотря на существенно более умеренные капиталовложения, которые, по прогнозам компании, в среднем составят 12 млрд. тенге в год на 2019-2021 гг. по сравнению с в среднем 25 млрд. тенге в год в 2016-2018 гг. Обеспеченность постоянных платежей по FFO также останется слабее, чем у сопоставимых российских компаний и других компаний СНГ, на уровне около 3,1x в 2018-2021 гг. (4,3x в 2017 г.), ввиду ожидаемых высоких процентных ставок по новым кредитам на уровне около 12%. Кроме того, ЦАЭК и его дочерние структуры подвержены процентному риску, поскольку приблизительно треть существующих кредитов привлечена под плавающие процентные ставки (LIBOR).

Мы ожидаем, что финансовые профили Севказэнерго и Павлодарэнерго по-прежнему будут несколько сильнее по сравнению с ЦАЭК, при этом скорректированный валовый левверидж по FFO у Севказэнерго в среднем будет составлять 2,4x в 2018-2021 гг. (2,3x в 2017 г.), а скорректированный валовый левверидж по FFO у Павлодарэнерго будет в среднем составлять 2,5x в 2018-2021 гг. (2,0x в 2017 г.).

По-прежнему высокие валютные риски: ЦАЭК и его дочерние структуры по-прежнему в существенной мере подвержены колебаниям валютного курса, поскольку 34%-48% суммарного долга на конец 2017 г. было номинировано в долларах США, хотя всю выручку компании получают в тенге. Это может ослабить их профили кредитоспособности ввиду валютных несоответствий между долгом и выручкой и отсутствия хеджирования. Мы рассматриваем финансовые профили ЦАЭК и его операционных компаний как более рискованные по сравнению с ТОО Экибастузская ГРЭС-1, которое полностью финансируется в национальной валюте, и ТОО Казахстанские коммунальные системы с долей валютного долга около 5%.

Нарушение ковенантов: ЦАЭК, Павлодарэнерго и Севказэнерго нарушали ковенант по текущей ликвидности, предусмотренный кредитным соглашением с ЕБРР, в 2017 г., в отношении которого компании получили разрешения на несоблюдение. Мы не ожидаем, что этот ковенант будет нарушен в 2018-2021 гг., в то время как показатель «ЕБИТДА/процентные платежи», установленный соглашением с ЕБРР на уровне выше 4x, может быть нарушен в течение того же периода. ЕБРР владеет 22,6% в ЦАЭК.

Консолидированный подход: мы оцениваем ЦАЭК, Павлодарэнерго и Севказэнерго на консолидированной основе, поскольку отсутствует механизм защиты средств внутри группы, управление казначейством осуществляется централизованно, а долг находится на уровне и холдинговой, и операционных компаний. Павлодарэнерго и Севказэнерго являются двумя ключевыми операционными дочерними структурами в рамках группы ЦАЭК, на долю которых приходилось 54% и 37% ЕБИТДА группы на конец 2017 г., соответственно. Рейтинги Павлодарэнерго и Севказэнерго установлены на одном уровне с рейтингами ЦАЭК.

ЦАЭК управляется как самостоятельное предприятие, и по этой причине мы не предполагаем

какой-либо привязки к кредитоспособности контролирующей (59,7%) материнской структуры, казахстанского АО Центрально-Азиатская топливно-энергетическая компания («ЦАТЭК»). Остальные акции принадлежат трем институциональным акционерам. Рейтинги ЦАЭК отражают ее самостоятельную кредитоспособность.

## КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ

### ЦАЭК

ЦАЭК – одна из крупнейших частных электростанций компаний на высокофрагментированном рынке Казахстана: на нее приходилось около 7,1% генерации электроэнергии в 2017 г. Соответственно компания имеет заметно меньший размер, чем сопоставимые российские компании, но сходный с сопоставимыми компаниями в Казахстане. ЦАЭК является вертикально интегрированной электроэнергетической компанией, ведущей деятельность в сегментах генерации, распределения и розничной продажи, что обеспечивает ей доступ на рынки для продажи производимой энергии и ограничивает клиентскую концентрацию. Услуги по генерации электрической и тепловой энергии доминируют в структуре EBITDA компании и составляли около 71% в 2017 г.

Наиболее близкими компаниями-аналогами ЦАЭК в Казахстане являются ТОО Экибастузская ГРЭС-1 («ВВ»/прогноз «Стабильный») и ТОО Казахстанские коммунальные системы («ВВ»/прогноз «Стабильный»). ЦАЭК, Экибастузская ГРЭС-1 и Казахстанские коммунальные системы имеют схожие бизнес-профили в плане масштаба деятельности, и в их EBITDA доминирует сегмент генерации электроэнергии. В то же время финансовый профиль ЦАЭК существенно слабее, чем у Казахстанских коммунальных систем и Экибастузской ГРЭС-1, ввиду более низкой маржи, более высокого левериджа и более высокой доли валютного долга.

### Севказэнерго

Рейтинги Севказэнерго находятся на одном уровне с рейтингами ЦАЭК, что отражает позиции Севказэнерго как одной из двух ключевых операционных дочерних компаний в группе ЦАЭК, на долю которой приходится 37% EBITDA группы. Наиболее близкими сопоставимыми компаниями Севказэнерго являются другая дочерняя структура ЦАЭК – Павлодарэнерго – и несколько казахстанских региональных компаний, таких как Экибастузская ГРЭС-1 и Казахстанские коммунальные системы. Севказэнерго имеет более слабый бизнес-профиль по сравнению с Экибастузской ГРЭС-1 и Казахстанскими коммунальными системами ввиду меньшего масштаба деятельности. Вместе с тем, как и у сопоставимых компаний, в структуре EBITDA Севказэнерго доминирует сегмент генерации электроэнергии. Финансовый профиль Севказэнерго слабее, чем у Казахстанских коммунальных систем и Экибастузской ГРЭС-1, ввиду более высокого левериджа и более высокой доли валютного долга.

### Павлодарэнерго

Рейтинги Павлодарэнерго находятся на одном уровне с рейтингами ЦАЭК, что отражает позиции Павлодарэнерго как одной из двух ключевых операционных дочерних компаний в группе ЦАЭК, на долю которой приходится 54% EBITDA группы. Павлодарэнерго имеет более слабый бизнес-профиль по сравнению с Экибастузской ГРЭС-1 и Казахстанскими коммунальными системами ввиду меньшего масштаба деятельности. Вместе с тем, как и у сопоставимых компаний, в структуре EBITDA Павлодарэнерго доминирует сегмент генерации электроэнергии. Финансовый профиль Павлодарэнерго слабее, чем у Казахстанских коммунальных систем и Экибастузской ГРЭС-1, ввиду более низкой маржи, более высокого

левериджа и более высокой доли валютного долга.

## КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

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

- Умеренный рост объемов электроэнергии при совокупных темпах годового роста менее 1% в 2018-2022 гг. (1,2% и 0,3% для Павлодарэнерго и Севказэнерго, соответственно) и ниже прогноза Fitch по росту ВВП на уровне около 3,6% в среднем на 2018-2022 гг.;
- Капиталовложения на уровне ориентиров компании;
- Увеличение расходов, обусловленное инфляцией;
- Средний курс тенге к доллару США на уровне 340 в 2018-2022 гг.;
- Дивидендные выплаты в размере 20% от чистой прибыли по МСФО за 2018 г. и 30% за 2019-2022 гг. для ЦАЭК;
- Дивидендные выплаты в размере 30% от чистой прибыли по МСФО за 2018 г. и 70% за 2019-2022 гг. для Севказэнерго и Павлодарэнерго.

## КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ ПО РЕЙТИНГУ ВОЗВРАТНОСТИ АКТИВОВ ДЛЯ ЦАЭК, СЕВКАЗЭНЕРГО И ПАВЛОДАРЭНЕРГО

- Анализ возвратности активов исходит из того, что ЦАЭК, Севказэнерго и Павлодарэнерго останутся действующими предприятиями в случае банкротства, и они скорее будут реорганизованы, чем ликвидированы.
- Мы предполагаем административные требования в размере 10%.
- Оценка EBITDA компании, исходя из того, что она останется действующим предприятием, отражает мнение Fitch об устойчивом уровне EBITDA после реорганизации, на котором мы основываем оценку стоимости компании.
- EBITDA компании, исходя из того, что она останется действующим предприятием, на 35% ниже среднего показателя EBITDA за 2017-2018 гг., чтобы отразить потенциальное дополнительное давление на тарифы на электроэнергию после ребалансировки вслед за запуском рынка мощности в сегменте генерации, а также существенную подверженность компании валютному риску.
- Мультипликаторы стоимости компаний (EV) в 4,5x для ЦАЭК и 4,0x для Севказэнерго и Павлодарэнерго используются для расчета стоимости компаний после реорганизации. Применяемые мультипликаторы стоимости компаний отражают средний показатель «стоимость компании/EBITDA» для электроэнергетических компаний в России, наиболее близком сопоставимом рынке для Казахстана, в 4,7x.
- Необеспеченные кредиты/облигации на уровне операционных компаний – Севказэнерго и Павлодарэнерго – предполагаются имеющими более высокую приоритетность относительно необеспеченных требований на уровне ЦАЭК.
- Капитальный лизинг не учитывается в последовательности выплат.
- Распределение выплат дает возвратность средств в 31%, что соответствует рейтингу возвратности активов «RR5» для приоритетного необеспеченного долга на уровне ЦАЭК и в 50% для Севказэнерго и Павлодарэнерго. Рейтинги возвратности активов для приоритетных необеспеченных инструментов Севказэнерго и необеспеченного долга Павлодарэнерго ограничены уровнем «RR4» в соответствии с методологией агентства по страновому подходу к рейтингам возвратности активов.

## ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

### ЦАЭК

События, которые могут вместе или в отдельности привести к позитивному рейтинговому действию:

- Более сильный финансовый профиль, чем прогнозируется агентством, что поддерживало бы скорректированный валовый леверидж по FFO ниже 3x (2017 г.: 2,8x) и обеспеченность постоянных платежей по FFO выше 4,5x (2017 г.: 4,3x) на продолжительной основе.
- Коэффициент ликвидности выше 1x на устойчивой основе.
- Устойчивое существенное сокращение валютных рисков.

События, которые могут вместе или в отдельности привести к негативному рейтинговому действию:

- Продолжительное замедление экономики Казахстана, дальнейшая девальвация тенге, увеличение цен на уголь, существенно превышающее инфляцию, или тарифы значительно ниже ожиданий агентства, что привело бы к скорректированному валовому левериджу по FFO выше 4x на продолжительной основе и обеспеченности постоянных платежей по FFO ниже 3,5x.
- Обязательства по осуществлению капитальных вложений без достаточного доступного фондирования и ухудшение общей ликвидности.

Севказэнерго и Павлодарэнерго:

События, которые могут вместе или в отдельности привести к позитивному рейтинговому действию:

- Позитивное рейтинговое действие по ЦАЭК, так как рейтинги Севказэнерго/Павлодарэнерго увязаны с РДЭ материнской структуры.

События, которые могут вместе или в отдельности привести к негативному рейтинговому действию:

- Негативное рейтинговое действие по ЦАЭК.

### ЛИКВИДНОСТЬ

Ограниченная, но управляемая ликвидность: в плане ликвидности ЦАЭК зависит от доступа к рефинансированию долга, поскольку на конец 2017 г. не ограниченные в использовании денежные средства и депозиты в размере 1,3 млрд. тенге и неиспользованные кредитные линии в размере 11,2 млрд. тенге (по состоянию на 1 июня 2018 г.) были недостаточными для покрытия краткосрочного долга в 20,3 млрд. тенге и отрицательного свободного денежного потока за 12 мес. в размере 7,9 млрд. тенге (после выплаты дивидендов и с учетом субсидий от государства на финансирование капиталовложений). На 16 июля 2018 г. Евразийский банк развития одобрил кредитную линию для ЦАЭК в размере 100 млн. долл. (34 млрд. тенге) на семь лет с процентными ставками в 6% в долларах, 12% в тенге и 11% в российских рублях. ЦАЭК ожидает в скором времени выбрать первый транш в размере 70 млн. долл., в том числе 55 млн. долл. в тенге и 15 млн. долл. в долларах. Из этих 70 млн. долл. ЦАЭК ожидает направить 35 млн. долл. на рефинансирование других банковских кредитов и 35 млн. долл. на финансирование капвложений.

Ограниченные в использовании денежные средства и депозиты: мы рассматриваем депозиты на сумму 16,7 млрд. тенге и денежные средства в размере 1,5 млрд. тенге в являющемся связанной стороной Эксимбанке, у которого была приостановлена лицензия, как ограниченные в использовании денежные средства, и не учитываем эти средства при анализе ликвидности. В течение последних нескольких месяцев ЦАЭК получила от Эксимбанка около 6 млрд. тенге в форме денежных средств и около 6,5 млрд. тенге в форме дебиторской задолженности от других сторон. Согласно данным компании, на 16 июля 2018 г. депозиты ЦАЭК, остающиеся в Эксимбанке, составляли 4,2 млрд. тенге.

Приоритетные необеспеченные рейтинги: Fitch рейтингует локальные облигации ЦАЭК на один уровень ниже долгосрочного РДЭ компании в национальной валюте «В+» с учетом рейтинга возвратности активов «RR5». Кроме того, облигации выпущены на уровне холдинговой компании (ЦАЭК) и не имеют гарантий от операционных компаний, обеспечения в форме операционных активов и положений о кросс-дефолте с другими обязательствами. В то же время рейтинг локальных приоритетных необеспеченных облигаций Севказэнерго находится на одном уровне с его долгосрочным РДЭ в национальной валюте «В+» с учетом рейтинга возвратности активов «RR4».

## ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

### ЦАЭК:

Долгосрочные РДЭ в иностранной и национальной валюте подтверждены на уровне «В+», прогноз «Стабильный»

Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «BBB(kaz)», прогноз «Стабильный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «В»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте подтвержден на уровне «В», рейтинг возвратности активов «RR5»

Национальный приоритетный необеспеченный рейтинг повышен с уровня «BB+(kaz)» до «BBB-(kaz)».

### Севказэнерго:

Долгосрочные РДЭ в иностранной и национальной валюте подтверждены на уровне «В+», прогноз «Стабильный»

Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «BBB(kaz)», прогноз «Стабильный»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте подтвержден на уровне «В+», рейтинг возвратности активов «RR4».

### Павлодарэнерго:

Долгосрочные РДЭ в иностранной и национальной валюте подтверждены на уровне «В+», прогноз «Стабильный»

Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «BBB(kaz)», прогноз «Стабильный»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте присвоен на уровне «В+», рейтинг возвратности активов «RR4».