

«ПАВЛОДАРЭНЕРГО»  
Акционерлік қоғамы



Акционерное общество  
«ПАВЛОДАРЭНЕРГО»

140000, Қазақстан Республикасы,  
Павлодар қ., Кривоногов 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. Кривоногов, 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)

19.07.2016 № 4-5736

Вице-президенту  
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 27 июля 2016 года рейтинговое агентство Fitch Ratings присвоило 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)".

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

Рейтинг старшего необеспеченного долга

Старшим необеспеченным местным облигациям АО «ПАВЛОДАРЭНЕРГО» (НИН KZ2C0Y10C606, KZ2C00001501, официальный список KASE, категория "иные долговые ценные бумаги") в размере 8 млрд тенге присвоен рейтинг «B+» в соответствии с РДЭ компании.

В приложении к настоящему письму направляем Вам отчет рейтингового агентства Fitch Ratings от 27 июля 2016 года.

Приложение:

1. Копия отчета агентства Fitch Ratings от 27 июля 2016 года.

Генеральный директор

О.Перфилов

Исп.Главный бухгалтер  
Светлана Николаевна Беликова  
Тел. +7 7182 39 95 12

010023



## **Fitch присваивает ПАВЛОДАРЭНЕРГО рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) на уровне «В+»; прогноз Стабильный**

Fitch Ratings, Москва/Лондон, 27 июля 2016 года: Fitch Ratings присвоило Казахстанской компании Акционерное Общество «ПАВЛОДАРЭНЕРГО» (ПАВЛОДАРЭНЕРГО) Долгосрочный Рейтинг Дефолта Эмитента в иностранной валюте на уровне «В+». Прогноз стабильный. Полный список рейтинговых действий приведен в конце данного пояснения.

Рейтинги ПАВЛОДАРЭНЕРГО связаны с рейтингами единственного акционера Компании, Акционерное общество «Центрально-Азиатская Электроэнергетическая Корпорация» (ЦАЭК, В+/Стабильный; см. «Fitch понижает рейтинг ЦАЭК до уровня «В+»; прогноз Стабильный), отражая позицию компании в качестве крупнейшего операционного дочернего предприятия ЦАЭК, с вкладом в показатель EBITDA группы 55%.

Рейтинг также отражает вертикальную интеграцию и стабильную региональную долю рынка ПАВЛОДАРЭНЕРГО и облегченный регуляторный режим в секторе распределения. Несмотря на это рейтинг сдерживается неблагоприятным регуляторным режимом в сегменте генерации и существенными потребностями в капитальных затратах, которые как ожидается Fitch будут частично финансироваться за счет займов.

Мы оцениваем ЦАЭК, ПАВЛОДАРЭНЕРГО и другое 100% дочернее предприятие, СЕВКАЗЭНЕРГО на консолидированной основе, поскольку отсутствует защита (скрытие) активов, казначейство осуществляется централизованно и займы расположены как на уровне холдинга так и на уровне операционных компаний.

### **КЛЮЧЕВЫЕ ДРАЙВЕРЫ РЕЙТИНГА**

Сильная подверженность валютным рискам оказывает влияние на кредитные показатели. Девальвация Казахстанского тенге на более чем 90% в 2015 году ослабила кредитный профиль ПАВЛОДАРЭНЕРГО вследствие несоответствия между валютами займов компании и ее доходами, а также отсутствия инструментов хеджирования, которые позволили бы снизить подверженность компании валютным рискам. В результате скорректированный общий левередж средств компании от операций (FFO) увеличился до 2.9x по состоянию на конец 2015 года с 2.0x на конец 2014 года, и коэффициент покрытия процентов средствами от операций снизился до 7.1x в сравнении с 9.6x в течение аналогичного периода.

На конец 2015 года 60% существующих займов компании были деноминированы в долларах США, тогда как все доходы компании деноминированы в местной валюте. Мы ожидаем продолжения данного влияния, несмотря на прекращение дальнейшего обесценивания тенге. На конец 2015 года денежные средства и их эквиваленты принадлежащие ПАВЛОДАРЭНЕРГО, деноминированные в долларах США составляли 48%.

Нарушение обязательств по соблюдению установленных финансовых показателей. В результате девальвации тенге в 2015 году ПАВЛОДАРЭНЕРГО нарушил свое обязательство по соблюдению установленного финансового соотношения активов к обязательствам по договорам займа с ЕБРР, в отношении которых компания получила временное освобождение от выполнения обязательств по договору и отказ от предъявления претензий в связи с допущенным нарушением. Мы ожидаем, что ПАВЛОДАРЭНЕРГО повторно нарушит данное обязательство в 2016 году, несмотря на отсутствие дальнейшего обесценивания тенге. Невозможность получения временного освобождения от выполнения обязательств по договору или невозможность пересмотра данного обязательства может привести к дальнейшему понижению рейтинга. ЕБРР косвенно владеет 22.6% ПАВЛОДАРЭНЕРГО.

Существенные капитальные затраты, ожидается отрицательный свободный денежный поток (FCF)

Ожидается что капитальные затраты останутся на существенном уровне, несмотря на завершение так называемой обязательной инвестиционной программы, которую компания согласовала с правительством на 2009 – 2015 гг., в период действия предельных тарифов. Fitch

ожидает, что ПАВЛОДАРЭНЕРГО продолжит генерировать стабильный денежный поток от операций (CFO) на уровне 11.5 млрд тенге в период 2016 – 2019 гг., несмотря на вероятность что свободные денежные средства (FCF) будут оставаться отрицательными на уровне 1 млрд тенге в год в течение аналогичного периода.

Отрицательные свободные денежные средства от операций (FCF) в основном обусловлены существенной инвестиционной программой компании на уровне 10.4 млрд тенге в среднем, ежегодно в течение 2016 – 2019 гг., а также выплатой дивидендов в размере 50% от чистой прибыли в среднесрочном периоде. Мы предполагаем меньшей объем капитальных затрат вследствие нашего сниженного прогноза по доходам компании по сравнению с прогнозами руководства для того чтобы отразить, что большая часть капитальных затрат носит добровольный характер. Fitch ожидает, что ПАВЛОДАРЭНЕРГО будет полагаться на новые заимствования для финансирования разрывов денежного потока.

Дивиденды для отсрочки делевериджинга (уменьшение долговой нагрузки, снижение доли заёмных средств)

Финансовая политика ПАВЛОДАРЭНЕРГО по выплате дивидендов может отсрочить делевериджинг в долгосрочном периоде. При условии что ЦАЭК будет иметь достаточно средств для обслуживания своих займов, ПАВЛОДАРЭНЕРГО сохраняет некоторую гибкость по снижению дивидендов для сохранения денежных средств, как это было продемонстрировано в 2011 году, когда выплата дивидендов была снижена для компенсации возросших капитальных затрат. В соответствии с решением ЦАЭК, ПАВЛОДАРЭНЕРГО не будет выплачивать дивиденды в 2016 году, тогда как наш рейтинговый случай рассматривает выплату 50% начиная с 2017 года. Несмотря на это мы ожидаем, что свободные денежные средства от операций (FCF) останутся отрицательными, поскольку денежных средств от операций (FFO) будет недостаточно для покрытия больших капитальных затрат и дивидендов.

Генерация доминирует несмотря на интеграцию

ПАВЛОДАРЭНЕРГО является крупнейшим операционным дочерним предприятием ЦАЭК. Компания является интегрированной в отношении производственно-сбытовой цепочки электрической энергии, за исключением производства и транспортировки топлива, что дает доступ вырабатываемой компанией электроэнергией на рынки и ограничивает концентрацию потребителей. ПАВЛОДАРЭНЕРГО охватывает генерацию электрической и тепловой энергии, а также передачу и распределение в Павлодарской области, вырабатывая 4.1% от всей генерируемой электроэнергии в Казахстане по состоянию на конец 2015 года. Несмотря на интеграцию, в показателе EBITDA ПАВЛОДАРЭНЕРГО доминируют услуги по генерации.

Убедительные показатели за 1 полугодие в 2016 году

ПАВЛОДАРЭНЕРГО демонстрирует убедительные операционные и финансовые результаты в 2015 и 1 полугодии 2016 года. Производство электрической энергии выросло на 11 % в 2015 году (в отношении к предыдущему году), в сравнении с 3.3% снижения в целом по Казахстану и продолжило рост на 7.3% в первом полугодии 2016 года (в отношении к предыдущему периоду) в сравнении со спадом на 0.4% в Казахстане. Несмотря на это, мы ожидаем снижения ВВП Казахстана на 1% и рост инфляции до 14% в 2016 году, мы прогнозируем, что финансовый профиль компании останется на стабильных показателях со средним показателем EBITDA margin в размере 32% в течение 2016 – 2019 гг., что будет поддерживать рейтинги компании. Данный прогноз основан на нашем предположении об утвержденных тарифах для сегмента распределения и 0% роста тарифов для сегмента генерации в период 2016 – 2018 гг.

Регуляторный режим

После отсрочки введения рынка мощности в Казахстане до 2019 года, регулятор решил заморозить тарифы на генерацию и установить их на уровне 2015 года на период 2016 – 2019 гг. Тем не менее в сегменте распределения электроэнергии 5 летние тарифы были утверждены по методике «затраты плюс допустимый уровень маржи» вместо ранее используемой методологии «бенчмаркинга».

В сегменте тепловой энергии методология «затраты плюс допустимый уровень маржи» осталась неизменной, однако тарифы были также утверждены на 5 летний период. Бизнес по распределению теплоэнергии продолжает быть убыточным вследствие больших потерь тепла и регулируемых тарифов для конечных потребителей, которые согласно предположению Fitch сдерживаются вследствие социальных причин (данные по выработке теплоэнергии предоставляются в общей генерации и нарастающим итогом по денежному потоку).

## КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ

Ключевые предположения Fitch в данном случае включают следующее:

- Рост объемов электрической энергии в соответствии с прогнозом Fitch в отношении ВВП на уровне 2% годовых на период 2017 – 2019 гг.
- Рост тарифов утвержденных правительством для сегмента распределения на период 2015 – 2019 гг. и 0% для сегмента генерации на период 2016 – 2018 гг.
- Капитальные затраты в соответствии со скорректированным соотношением капитальных затрат к доходам
- Увеличение затрат пропорционально инфляции
- Отсутствие дальнейшего обесценивания тенге
- Выплата дивидендов в размере 50% от чистой прибыли по МСФО в период 2017 – 2019 гг.

## ВЛИЯНИЕ НА РЕЙТИНГИ

Негативные: Будущее развитие событий, которые могут привести к негативным рейтинговым действиям включают:

- Отрицательные рейтинговые действия в отношении ЦАЭК, поскольку рейтинги ПАВЛОДАРЭНЕРГО связаны с РДЭ материнской компании.

Позитивные: Будущее развитие событий, которые могут привести к положительным рейтинговым действиям включают:

- Положительные рейтинговые действия в отношении ЦАЭК.

Влияние на рейтинги могут измениться, в случае если связи с ЦАЭК будут ослабевать. Для рейтинга ЦАЭК, материнской компании ПАВЛОДАРЭНЕРГО, Fitch выделил следующие места влияния в своем комментарии по рейтинговым действиям на 27 июля 2016 года:

Негативные: Будущее развитие событий, которые могут привести к негативным рейтинговым действиям включают:

Негативные: Будущее развитие событий, которые могут привести к негативным рейтинговым действиям включают:

- Длительное замедление Казахстанской экономики, дальнейшая девальвация тенге, увеличение стоимости угля, существенно превышающее инфляцию или тарифы уровень которых существенно ниже наших прогнозов, которое приведет значение скорректированного леверджа по средствам от операций (FFO) ниже 4x и покрытие процентов средствами от операций (FFO) ниже 3.5x.
- Принятие обязательств по капитальным затратам без существенно достаточных доступных средств и ухудшение общей ликвидности.

Позитивные: Будущее развитие событий, которые могут привести к положительным рейтинговым действиям включают:

- Более устойчивый финансовый профиль, чем спрогнозированный Fitch, поддерживающий значение скорректированного леверджа по средствам от операций (FFO) ниже 3x и покрытие процентов средствами от операций (FFO) выше 4.5% на постоянной основе.

## ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

Удовлетворительная ликвидность

Fitch рассматривает ликвидность ПАВЛОДАРЭНЕРГО как удовлетворительную, принимая во внимание доступ к внешнему финансированию для фондирования прогнозного отрицательного свободного денежного потока от операций (FCF) в течение 2016 – 2019 гг. В соответствии с заявлением руководства компании, казначейство группы ЦАЭК осуществляется

централизованно для материнской компании и дочерних предприятий. На конец 1 полугодия 2016 года, средства и их эквивалента принадлежащие ПАВЛОДАРЭНЕРГО составляли 1.0 млрд тенге, что вместе с краткосрочными банковскими депозитами со сроком погашения до 1 года в размере 1.1 млрд тенге и неиспользованными кредитными средствами в размере 3.2 млрд тенге являются достаточными для покрытия краткосрочных займов в размере 5 млрд тенге. Однако, любая потенциальная дальнейшая девальвация тенге и отрицательный свободный денежный поток (FCF) в период 2016 – 2019 гг. означает, что ПАВЛОДАРЭНЕРГО придется привлекать дальнейшие займы для финансирования денежных разрывов.

На конец 2015 года, большинство займов ПАВЛОДАРЭНЕРГО были представлены в виде банковских займов (31 млрд тенге или 80%) и необеспеченные местные облигации со сроком погашения в 2017 году (7.7 млрд тенге в общем или 20%).

Рейтинг старшего необеспеченного долга

Старшим необеспеченным местным облигациям ПАВЛОДАРЭНЕРГО в размере 8 млрд тенге присвоен рейтинг «В+» в соответствии с РДЭ компании. Данное действие произведено вследствие того, что облигации выпущены на уровне операционной компании, общий левередж ПАВЛОДАРЭНЕРГО не является чрезмерным и уровень обремененных активов в сравнении со старшим необеспеченным займом является малым. На конец 2015 года обремененные активы составили 50 млрд тенге (от общей стоимости активов 111 млрд тенге).

## ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

Долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») в иностранной и местной валютах присвоен на уровне «В+»; прогноз «Стабильный»

Национальный долгосрочный рейтинг присвоен на уровне «BBBkaz»; прогноз «Стабильный»

Старший необеспеченный рейтинг в местной валюте присвоен на уровне «В+»; Рейтинг возвратности активов «RR4»

Ведущий аналитик

Дмитрий Доронин

Аналитик

+ 7 495 956 9984

Управляющий аналитик

Элина Кулиева

Младший директор

+7 495 956 9975

Фитч Рейтингз СНГ Лтд

26, ул. Валовая

Москва 115054

Председатель комитета

Йозеф Поспишил

Управляющий директор

+44 20 3530 1287

Media Relations: Peter Fitzpatrick, London, Tel: +44 20 3530 1103, Email: [peter.fitzpatrick@fitchratings.com](mailto:peter.fitzpatrick@fitchratings.com).

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

Corporate Rating Methodology - Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage

(pub. 17 Aug 2015) [https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report\\_frame.cfm?rpt\\_id=869362](https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=869362)

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE '[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