



## ПАВЛОДАРЭНЕРГО

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)

03082017 № 4-0964

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 2 августа 2017 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".

Внутренние приоритетные необеспеченные облигации АО «ПАВЛОДАРЭНЕРГО» (НИН KZ2C0Y01F418, KZ2C00003838, PDENb3) имеют рейтинг «B+», на одном уровне с долгосрочным РДЭ в национальной валюте с учетом рейтинга возвратности активов «RR4».

В приложении к настоящему письму направляем Вам отчет рейтингового агентства Fitch Ratings от 2 августа 2017 года.

Приложение:

1. Копия отчета агентства Fitch Ratings от 2 августа 2017 года.

Генеральный директор

О.Перфилов

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

## **Fitch подтвердило рейтинг Павлодарэнерго на уровне «В+», прогноз «Стабильный»**

Fitch Ratings-Moscow-02 August 2017: (перевод с английского языка)

Fitch Ratings подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») Павлодарэнерго, Казахстан, на уровне «В+». Прогноз по рейтингу – «Стабильный». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

Подтверждение рейтинга следует за аналогичным рейтинговым действием по единственному акционеру компании, АО Центрально-Азиатская Электроэнергетическая Корпорация, Казахстан, (далее – «ЦАЭК», «В+»/прогноз «Стабильный», см. сообщение «Fitch подтвердило рейтинг ЦАЭК на уровне «В+», прогноз «Стабильный»/Fitch Affirms SAERCo at 'B+'; Outlook Stable'). Рейтинги Павлодарэнерго находятся на одном уровне с рейтингами ЦАЭК, что отражает позиции компании как одной из двух ключевых операционных дочерних компаний в группе ЦАЭК, на долю которой приходится 51% EBITDA группы.

Кроме того, рейтинги принимают во внимание высокую подверженность Павлодарэнерго риску колебаний валютного курса, а также вертикальную интеграцию, стабильную долю регионального рынка и благоприятный регулятивный режим в сегменте распределения энергии. Рейтинги компании сдерживаются неблагоприятным регулятивным режимом в сегменте генерации и значительными потребностями в капвложениях, которые, как ожидается, будут частично финансироваться за счет заимствований.

Мы рассматриваем ЦАЭК, Павлодарэнерго и другую 100-процентную дочернюю структуру, АО 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.

### **КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ**

По-прежнему высокие валютные риски: Павлодарэнерго по-прежнему в существенной мере подвержено колебаниям валютного курса, поскольку 47% суммарного долга компании на конец 1 полугодия 2017 г. было номинировано в иностранной валюте, в основном в долларах США. Эти риски могут ослабить кредитоспособность Павлодарэнерго ввиду валютных несоответствий между долгом и выручкой компании и отсутствия хеджирования для снижения подверженности компании валютному риску. В то же время Павлодарэнерго держит часть денежных средств в долларах США (41% денежных средств и депозитов на конец 2016 г.).

Значительные капиталовложения: ожидается, что капиталовложения останутся существенными, в среднем на уровне 11,1 млрд. тенге в год в 2017-2020 гг. в сравнении с 12,2 млрд. тенге в год в 2013-2016 гг. Это несмотря на завершение обязательной инвестиционной программы по генерирующим активам. Около 50% программы капиталовложений на 2017-2020 гг. являются гибкими, и часть инвестиций будет финансироваться за счет государственных субсидий, что мы считаем позитивным моментом.

Ожидается отрицательный свободный денежный поток: Fitch ожидает, что Павлодарэнерго продолжит генерировать хороший консолидированный операционный денежный поток (CFO), в среднем на уровне 13,1 млрд. тенге в 2017-2020 гг. В то же время с учетом капиталовложений и дивидендных выплат на уровне 50% ожидается, что

свободный денежный поток останется отрицательным на уровне около 1,3 млрд. тенге в год в 2017-2020 гг. Fitch ожидает, что Павлодарэнерго будет полагаться на новые заимствования для финансирования нехватки денежных средств.

Сильные результаты за 1 полугодие 2017 г.: Павлодарэнерго продемонстрировало сильные финансовые результаты в 2016 г. и 1 полугодии 2017 г. Выручка и EBITDA увеличились на 11% и 17% соответственно в 2016 г. и еще на 11% и 16% соответственно в 1 полугодии 2017 г. Мы ожидаем, что прибыльность компании останется сильной при средней марже EBITDA около 33% в 2017-2020 гг. в сравнении с 32% в 2013-2016 гг., что будет поддерживать ее рейтинги. Это основано на наших допущениях о росте утвержденных тарифов в сегменте распределения и нулевом росте тарифов в сегменте генерации в 2016-2018 гг.

Генерация доминирует, несмотря на интеграцию: Павлодарэнерго – одна из ключевых операционных дочерних компаний ЦАЭК. Компания является вертикально интегрированной за исключением добычи топлива и передачи энергии, что обеспечивает ей доступ на рынки для продажи производимой энергии и ограничивает клиентскую концентрацию. Павлодарэнерго занимается генерацией и распределением электрической и тепловой энергии в Павлодарской области, и на нее приходилось 4,1% генерации электроэнергии в Казахстане в 2016 г. Несмотря на интеграцию, в структуре EBITDA компании преобладают услуги по генерации.

Регулятивная среда: после откладывания запуска рынка мощности в Казахстане до 2019 г. регулятор решил заморозить тарифы на генерацию и зафиксировал их на уровне 2015 года на 2016-2018 гг. В то же время 5-летние тарифы на распределение электроэнергии были одобрены на основании методологии «издержки плюс допустимая маржа прибыли» вместо ранее использовавшегося «бенчмаркинга». В тепловом сегменте методология «издержки плюс допустимая маржа прибыли» продолжает применяться, и тарифы также были утверждены на 5 лет. Бизнес в сегменте распределения тепловой энергии по-прежнему является убыточным ввиду больших потерь тепла и регулируемых тарифов для конечных потребителей, которые, как полагает Fitch, сдерживаются на низком уровне по социальным причинам (генерация тепла учитывается в рамках общей генерации).

## КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ

Рейтинги Павлодарэнерго находятся на одном уровне с рейтингами ЦАЭК, что отражает позиции компании как одной из двух ключевых операционных дочерних компаний в группе ЦАЭК, на долю которой приходится 51% EBITDA группы. Наиболее близкими сопоставимыми компаниями Павлодарэнерго являются Севказэнерго (еще одна дочерняя компания ЦАЭК), а также ряд казахстанских региональных игроков, таких как ТОО Экибастузская ГРЭС-1 («ВВ+»/прогноз «Стабильный») и ТОО Казахстанские коммунальные системы («ВВ-»/прогноз «Стабильный»). Павлодарэнерго имеет более слабый бизнес-профиль, чем Экибастузская ГРЭС-1 и Казахстанские коммунальные системы ввиду меньшего масштаба деятельности. В то же время, как и у сопоставимых компаний, в 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 эмитента, включают следующее:

- Рост объемов электроэнергии выше прогнозов Fitch по росту ВВП в 2017 г. (4% и 10% для Павлодарэнерго и Севказэнерго соответственно) и немногим ниже прогноза Fitch по

росту ВВП в 3% после 2017 г.;

- Рост тарифов в соответствии с утвержденным регулятором уровнем для сегмента распределения энергии совокупными темпами годового роста (CAGR) в 2%-6% в 2017-2020 гг. и нулевой рост в сегменте генерации в 2017-2020 гг.;
- Капиталовложения на уровне ориентиров компании;
- Увеличение расходов, обусловленное инфляцией;
- Средний курс тенге к доллару США на уровне 330 в 2017 г. и далее;
- Дивидендные выплаты на уровне 50%.

#### КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ ПО РЕЙТИНГУ ВОЗВРАТНОСТИ АКТИВОВ:

- Анализ возвратности активов исходит из того, что Павлодарэнерго будет рассматриваться как действующее предприятие в случае банкротства, и компания скорее будет реорганизована, чем ликвидирована.
- Мы предполагаем административное требование в 10%.  
Подход, основанный на том, что компания останется действующим предприятием
- 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 EBITDA за 2016 г., чтобы отразить потенциальное давление на тарифы после завершения цикла значительных инвестиций в сегменты генерации и распределения, а также существенную подверженность компании валютному риску.
- Дисконт по EBITDA также отражает ограниченную историю способности компании поддерживать EBITDA на более высоких уровнях, достигнутых в 2016 г., ввиду новых клиентов и более высоких распределительных тарифов. Павлодарэнерго конкурирует за клиентов с Экибастузской ГРЭС-1 и рядом других дочерних структур Самрук-Энерго. Конкуренция может привести к снижению показателей удержания клиентов.
- Мультипликатор стоимости компании (EV) в 4,0x используется для расчета стоимости Павлодарэнерго после реорганизации.
- Применяемый мультипликатор стоимости компании ниже мультипликатора, применяемого для ЦАЭК в 4,5x, ввиду меньшего масштаба бизнеса Павлодарэнерго.
- Обеспеченный долг имеет более высокую приоритетность, чем требования по необеспеченному долгу. Капитальный лизинг не учитывается в последовательности выплаты возмещений.
- Распределение выплат дает возвратность средств на уровне 96%. В то же время рейтинг возвратности активов для приоритетных необеспеченных инструментов Павлодарэнерго ограничен уровнем «RR4» в соответствии с методологией агентства по страновому подходу к рейтингам возвратности активов.

#### ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

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

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

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

- Негативное рейтинговое действие по ЦАЭК.

Факторы, которые могут влиять на рейтинги в будущем, могут измениться в случае

ослабления связей с ЦАЭК. В своем комментарии о рейтинговом действии по ЦАЭК, конечной материнской структуре Павлодарэнерго, Fitch указывало следующие факторы, которые могут повлиять на рейтинги ЦАЭК в будущем:

Будущие 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 3х и обеспеченность процентных платежей по FFO выше 4.5х (2016 г.: 4,9х) на продолжительной основе.
- Коэффициент ликвидности выше 1х на устойчивой основе.
- Устойчивое существенное сокращение валютных рисков.

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

- Продолжительное замедление экономики Казахстана, дальнейшую девальвацию тенге, увеличение цены на уголь, существенно превышающее инфляцию, или тарифы значительно ниже ожиданий агентства, что привело бы к скорректированному валовому левериджу по FFO стабильно выше 4х и обеспеченности процентных платежей по FFO ниже 3,5х.
- Обязательства по осуществлению капитальных вложений без достаточного доступного фондирования и ухудшение общей ликвидности.

## ЛИКВИДНОСТЬ

Приемлемая ликвидность: Fitch рассматривает ликвидность Павлодарэнерго как приемлемую, исходя из доступности внешнего финансирования. Согласно информации от менеджмента, казначейство группы ЦАЭК имеет централизованное управление для материнской компании и дочерних структур. На конец 1 полугодия 2017 г. денежные средства и эквиваленты у Павлодарэнерго составляли 2,1 млрд. тенге. Эти средства и неиспользованные кредитные линии на сумму 11,1 млрд. тенге по состоянию на 24 июля 2017 г. на уровне группы ЦАЭК не были достаточными для покрытия краткосрочного долга Павлодарэнерго с наступающими сроками в размере 12,4 млрд. тенге и отрицательного свободного денежного потока за 12 мес. в размере 1,5 млрд. тенге. В то же время на 24 июля 2017 г. компания рефинансировала свои внутренние облигации на сумму 8 млрд. тенге за счет семилетнего банковского кредита. По информации, полученной нами от менеджмента, субсидии от государства на финансирование капиталовложений предоставят дополнительные источники ликвидности.

Приоритетный необеспеченный рейтинг на одном уровне с РДЭ: внутренние приоритетные необеспеченные облигации Павлодарэнерго имеют рейтинг «В+», на одном уровне с долгосрочным РДЭ в национальной валюте с учетом рейтинга возвратности активов «RR4».

## ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

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».

Контакты:

Ведущий аналитик  
Дмитрий Доронин, СФА  
Аналитик  
+7 495 956 9984

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

Председатель комитета  
Ангелина Валавина  
Старший директор  
+44 20 3530 1314

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)

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

В регулятивных целях для различных юрисдикций указанный выше главный аналитик считается первым аналитиком по эмитенту, а ведущий аналитик – вторым аналитиком по эмитенту.

Дополнительная информация представлена на сайтах [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) и [www.fitchratings.ru](http://www.fitchratings.ru).