



Tagging Info

Fitch изменило прогноз по рейтингу МРЭК на «Негативный», подтвердило рейтинг на уровне «BB+» Ratings Endorsement Policy

25 Nov 2014 3:35 AM (EST)

Fitch Ratings-Moscow-25 November 2014: (перевод с английского языка)

Fitch Ratings-Москва/Лондон-24 ноября 2014 г. Fitch Ratings изменило прогноз по долгосрочному рейтингу дефолта эмитента («РДЭ») Мангистауской распределительной электросетевой компании (далее – «МРЭК»), Казахстан, со «Стабильного» на «Негативный» и подтвердило этот рейтинг на уровне «BB+». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

Пересмотр прогноза отражает ожидаемое агентством ослабление связей компании с ее конечной материнской структурой, Республикой Казахстан («BBB+»/прогноз «Стабильный»), ввиду намерения государства продать 75% в АО Самрук-Энерго («BBB-»/прогноз «Стабильный», находится в 100-процентной госсобственности) в 2015 г. Fitch отмечает, что если материнская структура перестанет владеть контрольным пакетом, агентство может перейти на рейтинговый подход «снизу-вверх» (когда агентство фокусируется на самостоятельной кредитоспособности компании) вместо применяемого сейчас подхода «сверху-вниз» (когда рейтинг компании отсчитывается от рейтинга материнской структуры). Fitch расценивает самостоятельные позиции компании как соответствующие рейтингу «BB-».

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Рейтинги компании на три уровня ниже суверенного рейтинга

Рейтинги МРЭК находятся на три уровня ниже суверенных рейтингов Казахстана, что отражает умеренные связи компании с ее конечной материнской структурой. Прямая материнская структура МРЭК, АО Самрук-Энерго (находится в непрямой 100-процентной госсобственности) не оказывала существенной финансовой поддержки МРЭК, с тех пор как агентство увеличило разницу между рейтингами компании и государства с двух до трех уровней в 2011 г. Самрук-Энерго не рассматривает МРЭК как стратегический актив и, скорее всего, продаст свою долю в компании в течение 2015 г.

Приватизация может привести к изменению рейтингового подхода

Более слабые связи с конечной материнской структурой, например сокращение доли Самрук-Энерго в МРЭК до неконтрольного пакета, могут привести к пересмотру агентством Fitch своего рейтингового подхода на подход «снизу-вверх» вместо применяемого сейчас подхода «сверху-вниз». В апреле 2014 г. правительство Казахстана одобрило список 106 компаний на приватизацию в 2014-2016 гг. Условия продажи и цена этих активов пока не раскрываются. Девять из таких компаний, включая МРЭК, принадлежат Самрук-Энерго.

В настоящее время Самрук-Энерго владеет 75% в МРЭК. Мы ожидаем, что приватизация будет проводиться в два этапа. На первом этапе будет продано 24% + 1 акция в Самрук-Энерго в ходе публичного размещения, а на втором этапе остальной 51% будет продан стратегическому акционеру в ходе аукциона, возможно уже в начале 2015 г.

Самостоятельная кредитоспособность оценивается на уровне «BB-»

Мы рассматриваем самостоятельную кредитоспособность МРЭК как соответствующую нижней части рейтинговой категории «BB», что отражает баланс между относительно небольшим размером компании, отраслевой и клиентской концентрацией, средними прогнозными показателями

кредитоспособности, но в то же время благоприятным на сегодня тарифным режимом и хорошим качеством контрагентов. Кредитоспособность МРЭК поддерживается ее близкой к монопольной позицией в сфере передачи и распределения электроэнергии в Мангистауской области, одном из стратегических нефтегазоносных регионов Казахстана. Кредитоспособность также подкрепляется перспективами экономического развития и расширения в регионе применительно как к нефтегазовому, так и к транспортному сектору, и благоприятными трехлетними тарифами. Кроме того, позитивными моментами для МРЭК являются ограниченные валютные риски и отсутствие процентных рисков.

Небольшой масштаб, концентрированная клиентская база

Рейтинги МРЭК сдерживаются небольшим масштабом деятельности компании (что ограничивает ее способность генерировать денежный поток), значительной зависимостью от одной отрасли (нефтегазовой) и высокой клиентской концентрацией в рамках этой отрасли (за 9 мес. 2014 г. на долю четырех ведущих клиентов приходилось свыше 67% выручки). Последний фактор в определенной степени сглаживается за счет того, что некоторые клиенты находятся в государственной собственности, а также благодаря авансовым платежам, предусмотренным по соглашениям о передаче и распределении электроэнергии.

Благоприятные тарифы

Одобренное повышение тарифов в среднем составляет около 5% на 2014 г. и 2015 г. С 2013 г. тарифы МРЭК одобряются Агентством Республики Казахстан по регулированию естественных монополий («АРЕМ») на трехлетний период в соответствии с программой капвложений, а не на один год, как ранее. МРЭК ожидает, что ее тарифы на 2016-2019 г. будут одобрены до конца 2014 г. Fitch позитивно расценивает переход на среднесрочное одобрение тарифов. Система тарифов для сегментов передачи и распределения, которая сейчас основана на повышении эффективности, должна обеспечить благоприятные тарифы для компании.

Ожидается более слабый левередж

Рейтинги МРЭК сдерживаются значительной программой будущих инвестиций в сравнении с небольшим масштабом деятельности компании. На конец 2013 г. согласно отчетности скорректированный левередж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) у МРЭК сократился до 1,3х с 1,5х в конце 2012 г. Масштабная программа капиталовложений компании в размере около 26 млрд. тенге в 2014-2017 гг., вероятно, приведет к отрицательному свободному денежному потоку за тот же период и потребует существенного долгового финансирования. Исходя из своих консервативных допущений, Fitch ожидает, что это может обусловить увеличение скорректированного левереджа по FFO до около 3х к концу 2015 г., а затем до 4х к концу 2016 г.

Капиталовложения будут обуславливать отрицательный свободный денежный поток

Fitch ожидает, что МРЭК продолжит генерировать сильный и стабильный операционный денежный поток (CFO) в 2014-2017 гг. Однако свободный денежный поток, вероятно, станет отрицательным с 2014 г., что будет обусловлено в основном значительными планами капитальных вложений. Капвложения будут направлены на строительство двух новых линий электропередач и модернизацию существующих линий электропередач и подстанций. Утвержденная на сегодня программа капиталовложений составляет 9 млрд. тенге на 2014-2015 гг. На конец 2013 г. обеспеченность процентных платежей по FFO улучшилась до около 10х по сравнению с 5х на конец 2012 г., и Fitch ожидает, что она по-прежнему будет выражена однозначным числом в 2014-2017 гг.

По оценкам агентства, в 2014 г. операционный денежный поток (CFO) у МРЭК составит 2,6 млрд. тенге до капиталовложений (3,5 млрд. тенге) и дивидендов (434 млн. тенге). Fitch ожидает, что компания будет прибегать к новым заимствованиям для покрытия нехватки денежных средств.

Увеличившиеся дивидендные выплаты

Fitch отмечает, что коэффициент дивидендных выплат за 2013 г. у МРЭК снизился до 38% (или 434 млн. тенге) по сравнению с 76% (или 255 млн. тенге) за 2012 г. В то же время менеджмент ожидает данный коэффициент на уровне 50% в среднесрочной перспективе. Если дивиденды останутся повышенными в период увеличения капиталовложений, Fitch может посчитать это признаком ослабления связей с конечной материнской структурой и изменить рейтинговый подход «сверху-вниз» на «снизу-вверх», даже если не произойдет изменения структуры собственности компании.

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

«Негативный» прогноз отражает возможную продажу МРЭК со стороны Самрук-Энерго и вероятное изменение рейтингового подхода агентства, к которому это приведет. Основные факторы, которые в отдельности или вместе могут привести к рейтинговому действию:

Позитивные рейтинговые факторы:

- Более сильные связи с конечной материнской структурой
- Улучшение бизнес-профиля, например диверсификации и масштаба, с лишь умеренным повышением левереджа было бы позитивным для самостоятельной кредитоспособности компании.

Негативные рейтинговые факторы:

- Негативное рейтинговое действие по Казахстану.
- Более слабые связи с конечной материнской структурой, например, сокращение доли Самрук-Энерго в МРЭК до менее чем 50% или повышение дивидендных выплат, недостаточные тарифы и увеличение капиталовложений, что способствовало бы более слабым показателям кредитоспособности. Это может привести к изменению агентством рейтингового подхода на «снизу-вверх» вместо применяемого на сегодня подхода «сверху-вниз».
- Ухудшение скорректированного левереджа по FFO у МРЭК до 4х или более, а обеспеченности процентных платежей по FFO до 2,0х или менее на продолжительной основе было бы негативным для самостоятельной кредитоспособности компании.

В своем комментарии по суверенному рейтингу Казахстана, конечной материнской структуры Самрук-Энерго, от 7 ноября 2014 г. Fitch указывало следующие факторы, которые могут влиять на рейтинги страны в будущем:

«Стабильный» прогноз отражает мнение Fitch, что позитивные факторы и риски для рейтинга в настоящее время хорошо сбалансированы. Основные факторы, которые в отдельности или вместе могут привести к рейтинговому действию:

Позитивные рейтинговые факторы:

- Шаги, направленные на снижение уязвимости государственных финансов к резким негативным изменениям цены на нефть, например, за счет сокращения дефицита ненефтяного бюджета
- Эффективная реструктуризация банковских балансов
- Закрепление низкой и стабильной инфляции при более гибком режиме валютного курса
- Существенные улучшения в сфере управления и институциональной среды.

Негативные рейтинговые факторы:

- Проведение политики, которая привела бы к устойчивому сокращению суверенных активов или снижению экономической или финансовой стабильности
- Продолжительный шок по ценам на сырьевые товары
- Возобновление ослабления банковского сектора и проявление условных обязательств
- Событие из области политического риска.

ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

Fitch рассматривает ликвидность МРЭК как управляемую, включающую исключительно денежные средства, поскольку компания не имеет каких-либо доступных кредитных линий. На конец 3 кв. 2014 г. денежные средства на счетах у МРЭК в размере 2,3 млрд. тенге были достаточными для покрытия краткосрочных погашений на сумму 217 млн. тенге. Денежные средства в основном размещены в национальной валюте в местных банках, включая Халык Банк («ВВ»/прогноз «Стабильный») и Нурбанк, что является риском.

На конец 3 кв. 2014 г. основная часть долга МРЭК была представлена двумя выпусками необеспеченных облигаций с фиксированной ставкой на сумму 1,7 млрд. тенге и 2,4 млрд. тенге и с погашением соответственно в 2023 и 2024 гг. Остальная часть долга – это беспроцентные кредиты со сроком до 2036 г., предоставленные МРЭК клиентами для софинансирования новых подсоединений к сети. Масштабная программа капиталовложений МРЭК, вероятно, потребует дополнительного долгового финансирования

в среднесрочной перспективе. МРЭК имеет подтвержденный на практике доступ на внутренний рынок облигаций. В 2014 г. компания выпустила облигации на 2,4 млрд. тенге для частичного финансирования существенных потребностей в капиталовложениях (3,5 млрд. тенге) в указанном году. Ожидается, что оставшая часть будет финансироваться за счет собственных средств МРЭК.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «ВВ+», прогноз изменен со «Стабильного» на «Негативный»

Долгосрочный РДЭ в национальной валюте подтвержден на уровне «ВВВ-», прогноз изменен со «Стабильного» на «Негативный»

Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «АА(kaz)», прогноз изменен со «Стабильного» на «Негативный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «В»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте подтвержден на уровне «ВВ+»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте, в том числе по облигациям на сумму 1,7 млрд. тенге и 2,4 млрд. тенге, подтвержден на уровне «ВВВ-».

Контакты:

Ведущий аналитик
Алексей Евстратенков
Аналитик
+7 495 956 9984

Главный аналитик
Элина Кулиева
Младший директор
+7 495 956 9975
Фитч Рейтингз СНГ Лтд
26, ул. Валовая
Москва 115054

Председатель комитета
Пол Ланд
Старший директор
+44 20 3530 1244

Контакты для прессы в Москве:

Ксения Иванова, Москва, тел.: + 7 495 956 6810/9901, ksenia.ivanova@fitchratings.com.

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

Дополнительная информация представлена на сайтах www.fitchratings.com и 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 рейтинговые критерии представлены на сайте www.fitchratings.com: см. «Рейтингование корпоративных эмитентов: включая краткосрочные рейтинги и увязку рейтингов материнской и дочерней структур» (Corporate Rating Methodology: Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage) от 28 мая 2014 г.

Информация о том, были ли рейтинги запрошены эмитентом, приведена по ссылке: Solicitation Status
НА ВСЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ FITCH РАСПРОСТРАНЯЮТСЯ ОПРЕДЕЛЕННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДИСКЛЕЙМЕРА. 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. НА САЙТЕ В ПОСТОЯННОМ ДОСТУПЕ ТАЖЕ 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. FITCH МОГЛО ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ДРУГИЕ РАЗРЕШЕННЫЕ УСЛУГИ РЕЙТИНГУЕМОМУ ЭМИТЕНТУ ИЛИ СВЯЗАННЫМ С НИМ ТРЕТЬИМ СТОРОНАМ. ИНФОРМАЦИЯ О ДАННЫХ УСЛУГАХ ПРИМЕНИТЕЛЬНО К РЕЙТИНГАМ, ПО КОТОРЫМ ВЕДУЩИЙ АНАЛИТИК БАЗИРУЕТСЯ В ЮРИДИЧЕСКОМ ЛИЦЕ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННОМ В ЕС, ПРЕДСТАВЛЕНА НА КРАТКОЙ СТРАНИЦЕ ПО ЭМИТЕНТУ НА ВЕБСАЙТЕ FITCH.

Additional Disclosure
Solicitation Status

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'. 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 © 2014 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries.

FITCH REVISES MEDNC'S OUTLOOK TO NEGATIVE; AFFIRMS AT 'BB+'

Fitch Ratings-Moscow/London-24 November 2014: Fitch Ratings has revised the Outlook on Kazakhstan-based Mangistau Electricity Distribution Company JSC's (MEDNC) Long-term Issuer Default Rating (IDR) to Negative from Stable and affirmed the IDR at 'BB+'. A full list of ratings actions is at the end of this comment.

The revision of the Outlook reflects our expectation of the weakening of the links between MEDNC and its ultimate parent, Kazakhstan (BBB+/Stable) as a result of the intention to sell the 75% stake owned by 100% state-owned JSC Samruk-Energy (BBB-/Stable) in 2015. Fitch notes, that the loss of a controlling stake by the parent may result in Fitch taking a bottom-up approach to the rating instead of the top-down approach that is currently applied. We view MEDNC's standalone profile as commensurate with a 'BB-' rating.

KEY RATING DRIVERS

Three Notches below Sovereign

MEDNC's ratings are notched down from Kazakhstan's by three notches, reflecting the moderate strength of the links between the company and ultimate parent. MEDNC's direct parent, indirectly Samruk-Energy, has not provided tangible financial assistance to MEDNC since we widened the notching from the sovereign rating to three notches from two in 2011. Samruk-Energy does not view MEDNC as strategic and is likely to sell its stake in MEDNC during 2015.

Privatisation Might Change Rating Approach

Weaker links with the ultimate parent, such as a reduction of Samruk-Energy's stake in MEDNC to a less than controlling interest may result in Fitch reconsidering its rating approach to one of bottom-up rather than top-down, as we currently apply. In April 2014, Kazakhstan's government approved the list of 106 companies earmarked for privatisation over 2014-2016. The terms and pricing details of these assets sales are not yet disclosed. Nine of these companies are owned by Samruk-Energy, including MEDNC.

MEDNC is currently 75% owned by Samruk-Energy. We expect privatisation to be a two-stage process, the first stage a sale of a 24% stake + 1 share by Samruk-Energy via a public offering, the second stage being the remaining 51% to be sold to a strategic shareholder via an auction possibly as soon as at the beginning of 2015.

'BB-' Standalone Profile

We view MEDNC's standalone profile to be commensurate with the weak 'BB' rating category, which reflects a balance between its relatively small size, industry and customer concentration, average projected credit ratios, the current supportive tariff regime and good quality counterparties. MEDNC's credit profile is supported by its near-monopoly position in electricity transmission and distribution in the Region of Mangistau, one of Kazakhstan's strategic oil and gas producing regions. It is also underpinned by prospects for economic development and expansion in the region, in relation to both oil and gas and transportation, and by favourable three-year tariffs. MEDNC further benefits from limited foreign-exchange risks and from the absence of interest-rate risks.

Small Scale, Concentrated Customer Base

The ratings are constrained by MEDNC's small scale of operations limiting its cash flow generation capacity, its high exposure to a single industry (oil and gas) and, within that, high customer concentration (the top four customers represented over 67% of 9M14 revenue). The latter is somewhat

mitigated by the state ownership of some customers, and by prepayment terms under transmission and distribution agreements.

Favourable Tariffs

Approved tariff increases average about 5% for 2014 and 2015. Since 2013, MEDNC's tariffs have been approved by Kazakhstan's Agency on Regulating Natural Monopolies and Competition Protection for three years, rather than one year previously, in conjunction with the capex programme. MEDNC expects its 2016-2019 tariffs to be approved by end-2014. Fitch views the switch to medium-term tariff approval positively. The tariff system for transmission and distribution segments, which is predominantly based on benchmarking efficiency, should result in favourable tariffs for MEDNC.

Weaker Leverage Expected

MEDNC's ratings are constrained by its large prospective investment programme relative to the small scale of its operations. At end-2013 MEDNC reported funds flow from operations (FFO) adjusted leverage of 1.3x, down from 1.5x at end-2012. The company's ambitious capex programme of about KZT26bn over 2014-2017 will likely result in negative free cash flow over the same period and require significant debt funding. Fitch expects that it may result in FFO-adjusted leverage increasing to around 3x by end-2015 and towards 4x by end-2016 under the agency's conservative assumptions.

Capex to Drive Negative FCF

Fitch expects MEDNC to continue generating solid and stable cash flow from operations (CFO) over 2014-2017. However, FCF is likely to turn negative in 2014 onwards, mainly driven by substantial capex plans. Capex will be spent on the construction of two new electricity transmission lines and the reconstruction of existing transmission lines and substations. The currently approved capex programme is KZT9bn for 2014-2015. At end-2013 FFO interest cover improved to around 10x from 5x at end-2012 and we expect that it will remain in the single digits over 2014-2017.

For 2014, Fitch estimates MEDNC's CFO at KZT2.6bn, before capex (KZT3.5bn) and dividends (KZT434m). Fitch expects MEDNC to rely on new borrowings to finance cash shortfalls.

Elevated Dividend Payout

Fitch notes that for 2013 MEDNC's dividend payout ratio decreased to 38% (or KZT434m) from 76% (or KZT255m) for 2012. However, management expects a payout ratio of 50% over the medium term. If dividends remain elevated at a time of increasing capex, Fitch may view it as a sign of weakening links with the ultimate parent and may revise its rating approach to bottom-up from top-down even if the company's ownership does not change.

RATING SENSITIVITIES

The Negative Outlook reflects the possible sale of MEDNC by Samruk Energy, and the likelihood change to our rating approach that would result. The main factors that may individually or collectively lead to rating action are as follows:

Positive:

- Stronger links with the ultimate parent.
- Enhancement of the business profile, such as diversification and scale with only modest increase in leverage would be positive for the standalone profile.

Negative:

- Negative rating action on Kazakhstan's ratings.
- Weaker links with the ultimate parent, such as a reduction of Samruk-Energy's stake in MEDNC to less than 50% or an elevated dividend payout, insufficient tariffs and increased capex contributing to weaker credit metrics. This may result in Fitch reconsidering its rating approach to one of bottom-up from the top-down that is being currently applied.

- Deterioration in MEDNC's FFO adjusted leverage to 4x or above and FFO interest cover to 2.0x or below on a sustained basis would be negative for the standalone profile.

For the sovereign rating of Kazakhstan, Samruk-Energy's ultimate parent, Fitch outlined the following sensitivities in its rating action commentary of 7 November 2014:

The Stable Outlook reflects Fitch's assessment that upside and downside risks to the rating are currently well-balanced. The main factors that individually or collectively might lead to rating action are as follows:

Positive:

- Steps to reduce the vulnerability of public finances to oil price shocks, for example by narrowing the non-oil fiscal deficit
- Effective restructuring of bank balance sheets
- Entrenching low and stable inflation under a more flexible exchange rate regime
- Substantial improvements in governance and institutional strength

Negative:

- Policy management leading to a sustained decline in sovereign assets or reduced economic or financial stability
- A sustained commodity price shock
- Renewed weakness in the banking sector and crystallisation of contingent liabilities-
- A political risk event

LIQUIDITY AND DEBT STRUCTURE

Fitch views MEDNC's liquidity as manageable, comprising solely cash as the company does not have any available credit lines. At end-3Q14, MEDNC's cash balance of KZT2.3bn was sufficient to cover short-term maturities of KZT217m. Cash balances are mostly held in local currency with domestic banks including Halyk Bank of Kazakhstan (BB/Stable) and Nurbank, which is a risk.

At end-3Q14, most of MEDNC's debt was represented by two unsecured fixed-rate bonds of KZT1.7bn and KZT2.4bn maturing in 2023 and in 2024, respectively. The rest of the debt is represented by interest-free loans with maturity up to 2036 from MEDNC's customers to co-finance new network connections. MEDNC's ambitious capex programme will likely require additional debt funding over the medium term. MEDNC has proven access to the domestic bond market. During 2014 MEDNC issued KZT2.4bn of bonds to partly finance its substantial capex need (KZT3.5bn) for the year. The remainder is expected to be financed by MEDNC's own funds.

FULL LIST OF RATING ACTIONS

Long-term foreign currency IDR affirmed at 'BB+', Outlook revised to Negative from Stable

Long-term local currency IDR affirmed at 'BBB-', Outlook revised to Negative from Stable

National Long-term rating affirmed at 'AA(kaz)', Outlook revised to Negative from Stable

Short-term foreign currency IDR affirmed at 'B'

Foreign currency senior unsecured rating affirmed at 'BB+'

Local currency senior unsecured rating, including that on KZT1.7bn and KZT2.4bn bonds, affirmed at 'BBB-'

Contact:

Principal Analyst

Alexey Evstratenkov

Analyst

+7 495 956 9984

Supervisory Analyst

Elina Kulieva
Associate Director
+7 495 956 9975
Fitch Ratings CIS Ltd
26 Valovaya Street
Moscow 115054

Committee Chair
Paul Lund
Senior Director
+44 20 3530 1244

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

Additional information is available on 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', dated 28 May 2014, is available at www.fitchratings.com.

Applicable Criteria and Related Research:

Corporate Rating Methodology - Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage
http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=749393

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'. 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.