

## **Fitch подтвердило рейтинг АО Холдинг КазЭкспортАстык на уровне «В», прогноз «Стабильный»**

*(перевод с английского языка)*

Fitch Ratings-Лондон/Бангкок-22 октября 2013 г. Fitch Ratings подтвердило рейтинги АО Холдинг КазЭкспортАстык, Казахстан (далее – «КазЭкспортАстык»): долгосрочные рейтинги дефолта эмитента («РДЭ») в иностранной и национальной валюте на уровне «В» и национальный долгосрочный рейтинг «BB(kaz)» со «Стабильным» прогнозом. Одновременно агентство повысило приоритетный необеспеченный рейтинг компании с уровня «B-» до «В» и национальный приоритетный необеспеченный рейтинг с уровня «B+(kaz)» до «BB(kaz)».

РДЭ и «Стабильный» прогноз отражают ожидаемые агентством устойчивые денежные потоки и финансовые показатели компании исходя из умеренного роста урожайности, несмотря на более слабые рыночные цены. Рейтинги также учитывают характерные высокие операционные риски.

Финансовая гибкость улучшилась на фоне вноса капитала от ЕБРР («ААА»/прогноз «Стабильный»), нового инвестора, владеющего 13% в акционерном капитале КазЭкспортАстыка, а также на фоне снижения рисков по лизинговому бизнесу и положительного свободного денежного потока, который поддерживается недавним рефинансированием долга. Повышение приоритетного необеспеченного рейтинга до уровня «В» подкрепляется изменением структуры долга в сторону необеспеченных заимствований.

### **КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ**

#### **Высокие операционные риски**

РДЭ компании по-прежнему отражают ее операционный риск на уровне от умеренного до высокого ввиду цикличности и сезонности сельского хозяйства, зависимость от одного географического региона и отсутствие масштабной вертикальной интеграции или диверсификации помимо вспомогательных услуг для сельскохозяйственного производства. Данные факторы сглаживаются долгосрочными партнерскими соглашениями с 20 партнерскими агрофирмами, а также недавним усилением диверсификации за счет собственного земледельческого сегмента и выращивания сельскохозяйственной продукции в целях оптимизации использования земель наряду с увеличением экспорта.

#### **Сильная рыночная позиция**

КазЭкспортАстык – третья крупнейшая компания по производству зерна в Казахстане и ведущий производитель масличных культур. Вместе с партнерскими агрофирмами КазЭкспортАстык имеет земельный банк размером более 1 054 тыс. га с достаточной емкостью хранилищ (1,5 млн. тонн) для активной торговой деятельности. Несмотря на сильные возможности влиять на цены местных поставщиков зерна, все трейдеры, включая КазЭкспортАстык, по-прежнему зависят от интервенций государственной Продовольственной контрактной корпорации в целях поддержки цен на внутреннем рынке, особенно в годы исключительно высокого урожая.

#### **Устойчивые финансовые показатели**

Несмотря на сильную засуху в Казахстане в 2012 г., в результате которой валовый урожай у КазЭкспортАстыка и партнерских агрофирм упал на 44% к предыдущему году, КазЭкспортАстык показал рост выручки на 33% до 70,6 млрд. тенге благодаря более крупным объемам продаж зерна и более высоким ценам на зерно. Хотя торговые операции с более низкой маржой оказывают давление на маржу EBITDA у компании (27% в 2012 г. в

сравнении с 32% в 2011 г.), она сумела завершить 2012 год с положительным свободным денежным потоком. Это стало возможным благодаря улучшению управления оборотным капиталом и низким капвложениям. Агентство ожидает положительный свободный денежный поток в 2013 г. в результате ожидаемой более высокой операционной прибыльности ввиду сокращения трейдинговой деятельности. В то же время в будущем свободный денежный поток может сдерживаться дивидендными выплатами, которые, как предполагает агентство, будут умеренными и будут зависеть от операционных показателей КазЭкспортАстыка.

#### Непростая операционная среда

Казахстан имеет непредсказуемые климатические условия, что приводит к низкой и ненадежной урожайности сельскохозяйственных культур, которая лишь отчасти сглаживается более высоким качеством пшеницы, государственной поддержкой и благоприятными мировыми перспективами в плане спроса на зерно. Кроме того, в качестве противовеса низким производственным издержкам выступают более высокие затраты на реализацию применительно к экспорту до торговых узлов (терминалы на Черном и Балтийском морях). Хотя КазЭкспортАстык поддерживает хорошо проинвестированную инфраструктуру, агентство полагает, что для обеспечения сохранения доступа к экспортным рынкам потребуются дальнейшие инвестиции или партнерства.

#### Улучшение структуры долга

КазЭкспортАстык продолжает сокращать обеспеченный долг, который составлял лишь 7% долгового портфеля компании на июнь 2013 г. в сравнении с 24% в 2012 г. Основная часть долга является долгосрочной: 66% всего долга должно быть выплачено в 2016 г. Кроме того, Fitch ожидает, что суммарный долг останется стабильным в 2013-2016 гг. Отношение суммарного скорректированного долга к операционной EBITDAR улучшилось до 3,6х в 2012 г. по сравнению с 4,5х в 2011 г. и, вероятно, увеличится в сторону 4х в 2013 г., а затем немного сократится. Обеспеченность постоянных платежей по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) превысила 2х в 2012 г., и агентство прогнозирует ее дальнейшее улучшение в 2013-2014 гг. на фоне ожидаемого более сильного FFO.

#### Уменьшение субординации для необеспеченных кредиторов

Недавний прогресс в сторону рефинансирования обеспеченного долга за счет необеспеченных заимствований, а также общее снижение лeverеджа обусловили улучшение ожиданий агентства относительно возвратности активов для держателей необеспеченных облигаций с перспектив ниже среднего (рейтинг возвратности активов RR5) до средних перспектив (рейтинг возвратности активов RR4). В то же время на данный рейтинг распространяется мягкое ограничение на уровне РДЭ для казахстанских эмитентов ввиду специфики странового подхода Fitch к рейтингу возвратности активов. Агентство полагает, что в случае дефолта ликвидация обеспечит более высокую возвратность активов, чем продажа/реструктуризация при непрерывности деятельности эмитента ввиду значительных активов, связанных с оборотным капиталом, у КазЭкспортАстыка. В то же время, по мнению Fitch, ожидаемая возвратность активов сглаживается слабыми условиями по необеспеченным облигациям, такими как отсутствие четких ковенантов и ограничений по привлечению дополнительного долга.

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

Негативные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут вместе или в отдельности привести к негативному рейтинговому действию, включают:

-Неспособность поддерживать денежные средства на балансе плюс товарные запасы и доступные неиспользованные безотзывные кредитные линии (как процент от долга с короткими сроками до погашения) выше 80% (более 250% на конец 2012 финансового года и 100% на конец 2011 финансового года)

-Общий долг, скорректированный на аренду/EBITDAR выше 4х, эквивалентный скорректированному левереджу по FFO выше 5х, в сочетании с отрицательным свободным денежным потоком на протяжении двух лет подряд.

Позитивные рейтинговые факторы: по мнению Fitch, дальнейшая позитивная динамика рейтингов является ограниченной ввиду умеренного масштаба компании и ее существенной подверженности волатильности денежных средств. В то же время будущие события, которые могут вместе или в отдельности привести к позитивному рейтинговому действию, включают:

-Обеспечение более высокой диверсификации за счет вертикальной интеграции, выращивания сельскохозяйственных культур и увеличения экспорта как процента от продаж.

-Общий долг, скорректированный на аренду/EBITDAR менее 2х, эквивалентный скорректированному левереджу по FFO менее 3х

-Обеспеченность постоянных платежей по FFO выше 3х

-Положительный свободный денежный поток после приобретений и дивидендов в течение как минимум двух лет подряд

-100-процентное покрытие краткосрочных долговых обязательств за счет доступной ликвидности.

Контакты:

Первый аналитик  
Пабло Маццини  
Старший директор  
+44 20 3530 1021  
Fitch Ratings Limited  
30, Норт Колоннейд  
Лондон E14 5GN

Второй аналитик  
Джулио Ломбарди  
Старший директор  
+39 02 8790 87214

Председатель комитета  
Рэймонд Хилл  
Старший директор  
+44 20 3530 1079

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)

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

Применимые рейтинговые критерии представлены на сайте [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com): см. «Рейтингование корпоративных эмитентов» ('Corporate Ratings Methodology') от 5 августа 2013 г.

Информация о том, были ли рейтинги запрошены эмитентом, приведена по ссылке: [http://www.fitchratings.com/gws/en/disclosure/solicitation?pr\\_id=788561](http://www.fitchratings.com/gws/en/disclosure/solicitation?pr_id=788561)

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.

## **Fitch Affirms KazExportAstyk at 'B'; Outlook Stable**

Fitch Ratings-London/Bangkok-22 October 2013: Fitch Ratings has affirmed Kazakhstan-based JSC Holding KazExportAstyk's (KEA) Long-term foreign and local currency Issuer Default Ratings (IDRs) at 'B' and its National Long-term rating at 'BB(kaz)' with a Stable Outlook. Fitch has also upgraded its senior unsecured rating to 'B' from 'B-' and National senior unsecured rating to 'BB(kaz)' from 'B+(kaz)'.

The IDRs and Stable Outlook reflect our expectation of sustained cash flows and financial performance based on moderately increasing crop yields, despite weaker selling prices. The ratings also reflect high inherent business risks.

Financial flexibility has improved on the back of the equity injection made by EBRD (AAA/Stable), as a new investor owning 13% of KEA's share capital, a diminished exposure to the leasing business and positive free cash flows (FCF) supported by recent debt refinancings. The change in debt composition towards unsecured borrowings underpins the upgrade of the senior unsecured rating to 'B'.

### **KEY RATING DRIVERS**

#### **High Business Risks**

The IDRs continue to reflect the group's moderate to high business risks due to the cyclical nature and seasonality of the agricultural commodities sector, its reliance on one geographical area and lack of any large scale vertical integration or diversification beyond ancillary agricultural services. This is mitigated by its long-term partnership agreements with 20 partner agro-firms and, more recently, by increasing diversification to include own farming and by crop production to optimise use of land along with rising exports.

#### **Strong Market Position**

KEA is the third-largest grain producer in Kazakhstan and a leading producer of oilseeds. Together with its partner agro-firms, KEA operates a land bank of over 1,054 thousands hectares, with sufficient storage (1.5 million tonnes) for active trading. While it has strong bargaining power with local grain suppliers, all traders including KEA remain dependent on the intervention of state-owned Food Contract Corporation (FCC) to support domestic prices, particularly in years of bumper harvest.

#### **Resilient Financial Performance**

Despite a severe drought in Kazakhstan in 2012 causing gross harvest at KEA and its partner agro-firms to fall by 44% yoy, KEA showed a 33% growth in revenues to KZT70.6bn, driven by larger grain trading volumes and higher grain prices. Although the lower-margin trading operations put pressure on KEA's EBITDA margin (27% in 2012 vs. 32% in 2011), KEA ended 2012 with positive FCF. This was due to better working capital management and low capex. We expect positive FCF in 2013 on expected higher operating profitability due to less trading activity. However, future FCF may be constrained by dividend payouts, which we assume will be moderate, and subject to KEA's operating performance.

#### **Difficult Operating Environment**

Kazakhstan has unpredictable climate conditions, leading to low and unreliable crop yields that are only partly mitigated by higher quality wheat, government support and a favourable global outlook for grain demand. In addition, low production costs are offset by higher distribution costs of exports to trading hubs (Baltic and Black Sea terminals). Although KEA maintains well invested

infrastructure, we believe that further investments or partnerships will be required to ensure continuing access to export markets.

#### Improved Debt Profile

KEA has shown continued reduction of secured debt, amounting to just 7% of its debt portfolio as of June 2013 vs. 24% in 2012. Most of the debt is long-term with 66% of total debt to be repaid in 2016. Moreover, Fitch expects total debt to stay stable over 2013-2016. Total adjusted debt to operating EBITDAR improved to 3.6x in FY12 from 4.5x in FY11 and is likely to increase towards 4x in 2013 before slightly declining thereafter. Funds from operations (FFO) fixed charge coverage exceeded 2x in 2012 and we expect it to further improve in 2013-14 on the back of expected stronger FFO.

#### Diminished Subordination for Unsecured Creditors

Recent progress towards refinancing secured debt with unsecured borrowings, as well as general deleveraging, have caused us to improve our recovery expectations for unsecured bondholders to average recovery prospects (or Recovery Rating RR4) from below-average (RR5) previously. This is, however, soft-capped at the IDR level for Kazakhstan issuers due to country-specific treatment of RR by Fitch. In the event of default we believe liquidation would yield greater recoveries than a going concern sale/restructuring due to KEA's high working capital-related assets. Our view on expected recoveries is, however, tempered by the weak terms of the unsecured bond, such as the lack of robust covenants and restrictions to incur additional debt.

#### RATING SENSITIVITIES

Negative: Future developments that may, individually or collectively, lead to a negative rating action include:

- Inability to maintain cash on balance sheet plus inventories and available undrawn committed facilities (as a percentage of short-term debt maturities) above 80% (in excess of 250% as of FYE12; 100% as of FYE11)

- Total lease-adjusted debt/EBITDAR above 4x, equivalent to FFO adjusted leverage above 5x, together with negative FCF over a two-year period

Positive: Although Fitch considers further positive ratings momentum to be limited due to its modest scale and material exposure to cash flow volatility, any future developments that may, individually or collectively, lead to a positive rating action include:

- Greater diversification through vertical integration, crop plantings and increased exports as a percentage of sales

- Total lease-adjusted debt/EBITDAR under 2x, equivalent to FFO adjusted leverage under 3x

- FFO fixed charge cover above 3x

- Positive free cash flow after acquisition or dividends for at least two consecutive years

- Full coverage of short-term debt commitments with available liquidity

Contact:

Primary Analyst

Pablo Mazzini

Senior Director

+44 20 3530 1021

Fitch Ratings Limited

30 North Colonnade

London E14 5GN

Secondary Analyst  
Giulio Lombardi  
Senior Director  
+39 02 8790 87214

Committee Chairperson  
Raymond Hill  
Senior Director  
+44 20 3530 1079

Media contact: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel.: + 7 495 956 9908/9901,  
julia.belskayavontell@fitchratings.com

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

Applicable criteria, 'Corporate Rating Methodology' dated 5 August 2013 are available at [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

**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.