

**«ЭЛЕКТР ЖЕЛІЛЕРІН БАСҚАРУ  
ЖӨНІНДЕГІ ҚАЗАҚСТАН  
КОМПАНИЯСЫ» «KEGOC»  
(KAZAKHSTAN ELECTRICITY GRID  
OPERATING COMPANY) АҚ**



**АО «КАЗАХСТАНСКАЯ КОМПАНИЯ  
ПО УПРАВЛЕНИЮ  
ЭЛЕКТРИЧЕСКИМИ СЕТЯМИ»  
(KAZAKHSTAN ELECTRICITY GRID  
OPERATING COMPANY) «KEGOC»**

010010 Қазақстан Республикасы,  
Астана қ., Алматы ауданы,  
Тәуелсіздік даңғылы, 59 ғимарат  
Тел. (7172) 693-824, 690-203  
Факс (7172) 690-455  
E-mail: kegoc@kegoc.kz

010010 Республика Казахстан,  
г. Астана, район Алматы,  
проспект Тәуелсіздік, здание 59  
Тел. (7172) 693-824, 690-203  
Факс (7172) 690-455  
E-mail: kegoc@kegoc.kz

06.09.2017 г. № 50-09/5284

**АО «Казakhstanская фондовая биржа»**

Настоящим АО «KEGOC» сообщает, что международное рейтинговое агентство Fitch Ratings 5 сентября 2017 года подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта АО «KEGOC» в иностранной валюте и его облигаций (KEGOCb1 НИИ KZP01Y15F281, KEGOCb2 НИИ KZP02Y15F289) на уровне «BBB-» со стабильным прогнозом (отчет прилагается).

**Управляющий директор по финансам и учету**



**А. Ботабеков**

## **Fitch подтвердило рейтинги KEGOC на уровне «BBB-», прогноз «Стабильный»**

*(перевод с английского языка)*

Fitch Ratings-Москва/Лондон-05 сентября 2017 г. Fitch Ratings подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») Казахской компании по управлению электрическими сетями («KEGOC») в иностранной валюте на уровне «BBB-». Прогноз по рейтингу – «Стабильный». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

Fitch рейтингует KEGOC на один уровень ниже рейтинга конечного доминирующего акционера (90%) компании – Республики Казахстан («BBB»/прогноз «Стабильный») ввиду относительно сильных связей с государством в форме госгарантий по части долга компании (около 39% на конец июня 2017 г.), стратегической значимости компании для энергетического сектора, а также сильных операционных связей между компанией и государством. Мы ожидаем, что в случае необходимости будет предоставлена своевременная поддержка от государства.

### **КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ**

Рейтинг на один уровень ниже суверенного: применение рейтингового подхода «сверху-вниз» обусловлено относительно сильными связями с государством. Это подкрепляется стратегической значимостью компании, статусом KEGOC как оператора национальной сети передачи электроэнергии, одобрением государством тарифов и капвложений, историей государственной поддержки в прошлом, хотя компания не получала ее в последнее время ввиду в целом сильной финансовой позиции, а также гарантиями государства по части долга компании.

Доля долга с государственной гарантией сократилась до 39% на 30 июня 2017 г. по сравнению с 44% на конец 2015 г., и мы ожидаем ее дальнейшее снижение после амортизации и досрочного погашения кредитов ЕБРР и МБРР и размещения компанией KEGOC внутренних необеспеченных облигаций на сумму 36,3 млрд. тенге в пользу Национального пенсионного фонда (около 50%), банков второго эшелона (24,8%), институциональных инвесторов (13,8%) и других лиц в августе 2017 г.

Высокие, но снижающиеся валютные риски: подверженность долга KEGOC валютному риску сократилась до 69% на 30 июня 2017 г. (39% в долларах США и 30% в евро) по сравнению с 72% на конец 2016 г. и 100% на конец 2015 г. Ожидается, что эта доля еще более уменьшится до около 55% после размещения внутренних необеспеченных облигаций на сумму 36,3 млрд. тенге в августе 2017 г. Компания получает в долларах США лишь небольшую часть выручки, которая относится к международному потоку электроэнергии.

KEGOC не имеет каких-либо договоренностей о хеджировании, хотя риск валютного несоответствия сглаживается тем, что компания держит основную часть денежных средств и депозитов в долларах США и евро. Уязвимость к валютному риску сократится в случае дальнейшего выпуска компанией внутренних облигаций или в случае досрочного погашения некоторых из кредитов за счет средств на банковских депозитах. Тем не менее, мы ожидаем, что подверженность валютному риску останется существенной.

Капвложения остаются высокими: программа капитальных вложений KEGOC была сокращена до 200 млрд. тенге в 2017-2021 гг. по сравнению с 230 млрд. тенге, ожидавшимся годом ранее, в связи с откладыванием ряда проектов расширения деятельности на более поздние периоды. Доля капвложений в поддержание деятельности в

среднем составит 30% в 2017-2021 гг., обеспечивая гибкость для дальнейшего сокращения капвложений. Однако мы не ожидаем существенного снижения капвложений, так как одобрение высокого роста тарифов связано с осуществлением определенных инвестиций. Кроме того, мы прогнозируем, что KEGOC будет полагаться на новые заимствования без гарантий для финансирования своей программы капвложений.

Благоприятные тарифы: KEGOC продолжает получать преимущества за счет благоприятных долгосрочных тарифов на передачу электроэнергии, диспетчеризацию и балансировку, которые установлены по 2020 г. Тарифы выросли в среднем на 8% в 2016-2017 гг., и ожидается их повышение в среднем на 7% в 2018-2020 гг. Долгосрочные тарифы обеспечивают прогнозируемость доходов, хотя они по-прежнему могут быть пересмотрены в случае макроэкономического шока или девальвации тенге в будущем. В своем рейтинговом сценарии Fitch прогнозирует рост тарифов в среднем на 2% ниже одобренных уровней на 2017-2020 гг.

Улучшение самостоятельной кредитоспособности: мы оцениваем кредитоспособность KEGOC на самостоятельной основе как соответствующую верхней части рейтинговой категории «BB», что подкрепляется крупным размером KEGOC относительно сопоставимых компаний в Казахстане, ее монопольной позицией в области передачи электроэнергии в стране и хорошим финансовым профилем. Мы ожидаем, что скорректированный валовый леверидж KEGOC по FFO будет в среднем составлять 2,4x в 2017-2021 гг., понизившись по сравнению с 3,2x на конец 2016 г. Мы полагаем, что обеспеченность постоянных платежей по FFO ухудшится в среднем до около 5,6x в 2017-2021 гг. после увеличения доли долга, номинированного в национальной валюте, с более высокими процентными ставками в сравнении с долгом, номинированным в иностранной валюте.

Кредитоспособность компании на самостоятельной основе сдерживается крупными капиталовложениями и дивидендами, которые, вероятно, приведут к преимущественно отрицательному свободному денежному потоку, и высокой, хотя и сокращающейся, подверженностью валютному риску.

## КРАТКОЕ ОБОСНОВАНИЕ

KEGOC – компания по управлению электрическими сетями в Казахстане. Бизнес-профиль компании является схожим с ПАО Московская объединенная электросетевая компания («МОЭСК», «BB+»)/прогноз «Стабильный»), основной электrorаспределительной компанией в Москве и Московской области, и более слабым, чем у ПАО Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы («ФСК ЕЭС», «BBB-»)/прогноз «Стабильный»), российской электросетевой компании, ввиду более значительного масштаба деятельности и географической диверсификации у последней. KEGOC и компании-аналоги подвержены влиянию регулятивной неопределенности, макроэкономических шоков и возможного политического вмешательства. Их инвестиционные программы, как правило, являются значительными. В то же время они имеют определенную гибкость. Финансовые профили трех компаний являются схожими, но ожидается, что показатели KEGOC улучшатся ввиду благоприятной динамики тарифов.

KEGOC и МОЭСК подвержены риску объемов, в то время как у ФСК ЕЭС подверженность риску объемов является ограниченной, поскольку ее тарифы основаны, помимо других факторов, на заявленных потребностях клиентов в электрической мощности, а не на фактическом потреблении электроэнергии. KEGOC имеет рейтинг на один уровень ниже суверенного, в то время как ФСК ЕЭС и МОЭСК рейтинуются на самостоятельной основе плюс один уровень с учетом господдержки в качестве позитивного фактора.

## КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

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

- Рост ВВП Казахстана на уровне около 2,4%-3,2% и ИПЦ около 7%-9% в 2017-2020 гг.;
- Увеличение объемов передачи электроэнергии выше роста ВВП в 2017 г., а затем немногим ниже темпов роста ВВП в 3%;
- Рост тарифов на утвержденном уровне в 2017 г. и на 2% ниже утвержденных долгосрочных темпов роста тарифов в 2018-2020 гг.;
- Капиталовложения на уровне ожиданий менеджмента около 200 млрд. тенге в 2017-2021 гг.
- Коэффициент дивидендных выплат в 80% в 2017-2021 гг., что выше прогноза компании в 70%.

## ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

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

- Позитивное рейтинговое действие по суверенному эмитенту
- Укрепление юридических связей (например, увеличение доли долга с гарантией устойчиво выше 40%)
- Улучшение делового или финансового профиля компании (возможно, в результате более сильного регулирования или более значительного финансирования за счет собственных средств), что было бы позитивным фактором для не имеющего гарантий долга KEGOC и рейтинга компании на самостоятельной основе.

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

- Негативное рейтинговое действие по суверенному эмитенту
- Если государство допустит ухудшение кредитоспособности компании, например, в случае увеличения программы капиталовложений без достаточного финансирования или в случае пересмотра тарифов в сторону понижения, что обусловило бы скорректированный валовый леверидж по FFO устойчиво выше 4х и обеспеченность постоянных платежей по FFO ниже 4х, мы можем рассмотреть увеличение нотчинга или изменение рейтингового подхода на «снизу-вверх».

В своем комментарии по суверенному рейтингу Казахстана, конечной материнской структуры KEGOC, от 24 апреля 2017 г. Fitch указывало следующие факторы, которые могут влиять на рейтинги страны в будущем:

Следующие факторы вместе или в отдельности могут привести к негативному рейтинговому действию:

- Дальнейшее ослабление суверенного внешнего баланса
- Материализация существенных условных обязательств, сверх уже выявленных, для суверенного баланса со стороны банковского сектора
- Политика, которая негативно сказалась бы на бюджетной консолидации или на доверии к монетарной политике.

Следующие факторы вместе или в отдельности могут привести к позитивному рейтинговому действию:

- Устойчивое восстановление внешних и фискальных буферов

- Шаги, направленные на снижение уязвимости государственных финансов к резким негативным изменениям цены на нефть в будущем, например, за счет сокращения дефицита нефтяного бюджета
- Устойчивое восстановление экономики, поддерживаемое существенным улучшением деловой среды и качества управления и более высокой диверсификацией
- Существенное улучшение показателей банковского сектора.

## ЛИКВИДНОСТЬ

Адекватная ликвидность: по состоянию на конец 1 полугодия 2017 г. доступные к использованию денежные средства и депозиты у КЕГОС (согласно расчетам Fitch) в размере около 73 млрд. тенге были достаточными для покрытия краткосрочных погашений на сумму 19 млрд. тенге и ожидаемого отрицательного свободного денежного потока. Денежные средства и депозиты находились в основном в казахстанских банках, главным образом АТФБанке («В-»/прогноз «Стабильный»), Евразийском банке, Цеснабанке («В»/прогноз «Стабильный») и Народном банке Казахстана («ВВ»/прогноз «Стабильный»), а также в ряде банков меньшего размера с рейтингами от Fitch в категории «В». На конец 1 полугодия 2017 г. КЕГОС начислила резерв на обесценение денежных средств в размере 2,6 млрд. тенге, находившихся в допустивших дефолт АО Delta Bank и АО Казинвестбанк.

Мы считаем, что доступ компании к ликвидности для ведения текущей деятельности, является адекватным, однако доступ ко всем денежным средствам, находящимся в казахстанских банках, может быть ограниченным.

## ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «ВВВ-», прогноз «Стабильный»

Долгосрочный РДЭ в национальной валюте подтвержден на уровне «ВВВ-», прогноз «Стабильный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «F3»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте подтвержден на уровне «ВВВ-».

### Контакты:

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

Главный аналитик  
Оксана Згуральская  
Директор  
+7 495 956 7099  
Фитч Рейтингз СНГ Лтд  
26, ул. Валовая  
Москва 115054

Председатель комитета  
Джозеф Посписил, CFA  
Управляющий директор

+44 20 3530 1287

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)

Краткая информация по финансовым корректировкам

Операционный лизинг: мы применяли к расходам по операционному лизингу мультипликатор 6x (используемый для Казахстана), чтобы создать обязательство, аналогичное долговому.

Денежные средства: мы реклассифицировали 4,7 млрд. тенге на конец 2016 г. из депозитов в ограниченные в использовании денежные средства, поскольку они включают средства, размещенные в банке, допустившем дефолт, или в банке, лицензия которого была отозвана, облигациях ассоциированной компании и т.д.

Резерв по сомнительной дебиторской задолженности: мы исключили резерв по сомнительной дебиторской задолженности (главным образом связанный с Узбекэнерго) в 2014-2016 гг. из расчетов EBITDA.

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

«Рейтингование корпоративных эмитентов»/Corporate Rating Criteria (07 августа 2017 г.):

<https://www.fitchratings.com/site/re/901296>

«Рейтинги по национальной шкале»/National Scale Ratings Criteria (07 марта 2017 г.):

<https://www.fitchratings.com/site/re/895106>

«Определение разницы в уровнях рейтингов для нефинансовых компаний и рейтинги возвратности активов»/Non-Financial Corporates Notching and Recovery Ratings Criteria (16 июня 2017 г.):

<https://www.fitchratings.com/site/re/899659>

«Взаимосвязь между рейтингами материнской и дочерней структур»/Parent and Subsidiary Rating Linkage (31 августа 2016 г.):

<https://www.fitchratings.com/site/re/886557>

**Дополнительное раскрытие информации:**

[Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form](#)

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

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.

© 2017 г. Владелец авторских прав: Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. и дочерние компании. 33 Уайтхолл Стрит, Нью-Йорк, NY 10004. Телефон: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Факс: (212) 480-4435. Любое воспроизведение данного материала, полностью или частично, без разрешения владельца запрещено. Все права защищены. При присвоении и поддержании рейтингов Fitch полагается на фактическую информацию, которую оно получает от эмитентов, андеррайтеров и из других источников, которые Fitch считает надежными. Fitch проводит разумное исследование фактической информации, на которую оно полагается, в соответствии со своей рейтинговой

методологией и получает разумное подтверждение правильности этой информации из независимых источников, в той мере, в которой такие источники доступны для соответствующей ценной бумаги или в соответствующей юрисдикции. Способ исследования Fitch фактической информации и объем удостоверения ее правильности, которое агентство получает от третьих сторон, будут различаться в зависимости от характера рейтингуемой ценной бумаги и ее эмитента, требований и практики в той юрисдикции, где осуществляется размещение и продажа рейтингуемой ценной бумаги и/или где расположен эмитент, от доступности и характера релевантной публичной информации, доступа к менеджменту и консультантам эмитента, наличия уже существующих удостоверений правильности информации от третьих сторон, таких как заключения аудиторов, письма о проведении согласованных процедур, документы по оценке стоимости, актуарные заключения, технические отчеты, юридические заключения и прочие отчеты, предоставленные третьими сторонами, от наличия независимых и компетентных третьих сторон, способных удостоверить правильность информации в отношении конкретной ценной бумаги или конкретной юрисдикции эмитента, а также от ряда других факторов. Пользователи рейтингов Fitch должны понимать, что ни дополнительное исследование фактической информации, ни какое-либо подтверждение правильности от третьих сторон не может обеспечить точность и полноту всей информации, на которую Fitch полагается применительно к рейтингам. В конечном итоге эмитент и его консультанты отвечают за точность информации, которую они предоставляют Fitch и рынку в документации по размещению ценных бумаг и других отчетах. При присвоении рейтингов Fitch вынуждено полагаться на работу экспертов, в том числе на независимых аудиторов применительно к финансовой отчетности и юристов применительно к юридическим и налоговым вопросам. Кроме того, рейтинги по своей сути нацелены на перспективу и включают допущения и прогнозы в отношении будущих событий, которые по своей природе не могут быть проверены как факты. В результате, несмотря на какую-либо проверку существующих фактов, на рейтинги могут влиять будущие события и условия, которые не ожидались на момент присвоения или подтверждения рейтинга.

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, публикуется на условиях «как есть», без каких-либо заверений и гарантий. Рейтинги Fitch представляют собой мнение относительно кредитного качества ценной бумаги. Данное мнение основано на установленных критериях и методологиях, которые Fitch пересматривает и обновляет на постоянной основе. Таким образом, рейтинги являются коллективным продуктом Fitch, и никакое физическое лицо или группа лиц не несет единоличной ответственности за рейтинг. Рейтинги не являются мнением относительно риска убытков вследствие каких-либо факторов, кроме кредитных рисков, за исключением случаев, когда это оговорено отдельно. Fitch не занимается размещением или продажей каких-либо ценных бумаг. Все отчеты Fitch имеют совместное авторство. Физические лица, указанные в отчетах Fitch, участвовали в формировании мнений, содержащихся в отчетах, однако не несут за них единоличной ответственности. Они указываются исключительно как контактные лица. Рейтинговый отчет Fitch не является проспектом эмиссии и не служит заменой информации, подобранной, проверенной и представленной инвесторам эмитентом или его агентами в связи с продажей ценных бумаг. Рейтинги могут быть изменены или отозваны в любое время и по любой причине исключительно на усмотрение Fitch. Агентство Fitch не предоставляет каких-либо консультаций по вопросам инвестиций. Рейтинги не являются рекомендацией покупать, продавать или держать какую-либо ценную бумагу. Рейтинги не являются мнением относительно приемлемости рыночной цены или соответствия той или иной ценной бумаги целям и задачам конкретных инвесторов, а также относительно применения налоговых освобождений или налогообложения каких-либо выплат в отношении ценных бумаг. Fitch получает вознаграждение от эмитентов, страховщиков, поручителей, прочих заемщиков и андеррайтеров за присвоение рейтингов ценным бумагам. Размер такого вознаграждения, как правило, варьируется в пределах от 1 000 долл. до 750 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте) за эмиссию. В некоторых случаях Fitch присваивает рейтинг всем или нескольким эмиссиям эмитента, либо эмиссиям, застрахованным/гарантированным одним страховщиком/поручителем, за одно общее годовое вознаграждение. Размер такого вознаграждения обычно варьируется в пределах от 10 000 долл. до 1 500 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте). Присвоение, публикация или распространение рейтингов Fitch не является разрешением агентства на использование его названия в качестве ссылки на экспертное мнение в связи с какими-либо регистрационными документами, предоставляемыми согласно законодательству США о ценных бумагах, Закону Великобритании о финансовых услугах и рынках 2000 г. или законодательству о ценных бумагах какой-либо другой страны. Вследствие более высокой эффективности электронных средств публикации и распространения информации, аналитические отчеты Fitch могут поступать подписчикам электронных версий до трех дней раньше, чем подписчикам печатных версий.

Только для Австралии, Новой Зеландии, Тайвани и Южной Кореи: Fitch Australia Pty Ltd имеет лицензию на предоставление финансовых услуг в Австралии (Лицензия AFS №337123), которая дает право предоставлять кредитные рейтинги только оптовым клиентам. Информация о кредитных рейтингах, опубликованная Fitch, не предназначена для использования лицами, которые являются розничными клиентами в соответствии со значением Закона о корпорациях 2001 г.

## Fitch Affirms KEGOC at 'BBB-'; Outlook Stable

Fitch Ratings-Moscow/London-05 September 2017: Fitch Ratings has affirmed Kazakhstan Electricity Grid Operating Company's (KEGOC) Long-Term Foreign-Currency Issuer Default Rating at 'BBB-'. The Outlook is Stable. A full list of ratings actions is available at the end of this commentary.

Fitch rates KEGOC one notch lower than its ultimate dominant (90%) shareholder The Republic of Kazakhstan (BBB/Stable), on the back of the relatively strong links with the state in the form of state guarantees for part of the company's debt (about 39% at end-June 2017), the company's strategic importance in the utilities sector, and the strong operational ties between the company and the government. We would expect the state's timely support in case of need.

### KEY RATING DRIVERS

**One Notch Below Sovereign:** The application of a top-down rating approach is justified by the relatively strong links with the state. This is underpinned by the company's strategic importance, its status as the national electricity transmission grid operator, state approval of tariffs and capex, the record of previous state support - although the company has not received it recently due to overall strong financial position - as well as state guarantees for a portion of the company's debt.

The share of state-guaranteed debt has fallen to 39% at 30 June 2017 from 44% at end-2015 and we expect it to fall further following the amortisation and early repayments of EBRD and IBRD loans and KEGOC's placement of KZT36.3 billion of local unsecured bonds with the National Pension Fund (about 50%), second-tier banks (24.8%), institutional investors (13.8%) and others in August 2017.

**High, but Falling FX Exposure:** KEGOC's debt exposure to currency risk fell to 69% at 30 June 2017 (39% in US dollars and 30% in euros) from 72% at end-2016 and 100% at end-2015. This share is expected to decrease further to around 55% following the placement of KZT36.3 billion of local unsecured bonds in August 2017. The company generates only a marginal portion of revenue in US dollars, which is related to transnational electricity flow.

KEGOC does not have any hedging arrangements, although the currency mismatch risk is mitigated by its holding most of its cash and deposits in dollars and euros. Vulnerability to FX risk will be reduced as KEGOC issues more local bonds or repays some of its loans early from bank deposits. Nevertheless, we expect the FX exposure to remain significant.

**Capex Remains High:** KEGOC's capex programme was scaled back to KZT200 billion for 2017-2021 from KZT230 billion expected a year earlier due to the postponement of some expansionary projects to later periods. The share of maintenance capex is 30% on average for 2017-2021, providing scope for further capex cuts. However, we do not expect substantial reductions to capex since the approval of high tariff growth is contingent on certain investments being realised. We also expect KEGOC to rely on new unguaranteed borrowings to finance its capex programme.

**Favourable Tariffs:** KEGOC continues to profit from favourable long-term tariffs for electricity transmission, dispatching and balancing, which are set until 2020. Tariffs were increased by 8% on average in 2016-2017 and are expected to grow by 7% on average in 2018-2020. Long-term tariffs provide earnings visibility, although they remain subject to revision if there is a macroeconomic shock or further tenge devaluation. In our rating case, we forecast tariffs to grow on average 2% below approved levels over 2017-2020.

Improving Standalone Profile: We assess KEGOC's standalone profile as commensurate with a high 'BB' rating category underpinned by the company's large size relative to Kazakh peers, its monopoly position in electricity transmission in the country and its sound financial profile. We expect KEGOC's FFO adjusted gross leverage to average 2.4x over 2017-2021, down from 3.2x at end-2016. We anticipate FFO fixed charge coverage will deteriorate to about 5.6x on average over 2017-2021 following the increasing share of local-currency-denominated debt with higher interest rates compared to FX-denominated debt.

KEGOC's standalone profile is constrained by large capex and dividends, which are likely to result in mainly negative free cash flow (FCF), and by a high, although decreasing, exposure to FX.

## DERIVATION SUMMARY

KEGOC is an electricity transmission company in Kazakhstan. Its business profile is similar to that of PJSC Moscow United Electric Grid Company (MOESK, BB+/Stable), the principal electricity distribution company in Moscow and the wider Moscow region, and weaker than that of PJSC Federal Grid Company of Unified Energy System (FedGrid, BBB-/Stable), the Russian electricity transmission operator, due to the latter's larger scale of operations and geographical diversification. KEGOC and its peers are subject to the regulatory uncertainties, macroeconomic shocks and possible political interference. Their investment programmes are usually sizeable. Though they have some flexibility. The financial profiles of the three companies are similar, but KEGOC's metrics are expected to improve due to favourable tariff dynamics.

KEGOC and MOESK are subject to volume risk, while FedGrid's exposure to volume risk is limited since its tariffs are set based on, among other things, customers' declared electricity capacity needs and not on actual electricity consumption. KEGOC is rated one notch below the sovereign level, while FedGrid and MOESK are rated based on a standalone basis plus one notch uplift for state support.

## KEY ASSUMPTIONS

Fitch's key assumptions within our rating case for the issuer include:

- Kazakh GDP to grow at about 2.4%-3.2% and CPI at about 7%-9% over 2017-2020;
- transmission volumes to grow above GDP in 2017 and slightly below GDP growth rate of 3% thereafter;
- tariff growth as approved in 2017 and 2% below the approved long-term tariffs growth rate in 2018-2020;
- capex in line with management expectations of about KZT200 billion over 2017-2021;
- 80% dividend payout ratio in 2017-2021, which is higher than the company's forecast of 70%.

## RATING SENSITIVITIES

Future Developments That May, Individually or Collectively, Lead to Positive Rating Action

-Positive sovereign rating action

-Strengthening of legal ties, for example if the share of guaranteed debt rises steadily above 40%

-Enhancement of the business or financial profile, possibly as a result of stronger regulation and higher equity funding, which would be positive for the unguaranteed debt profile of KEGOC and its standalone rating

Future Developments That May, Individually or Collectively, Lead to Negative Rating Action

-Negative sovereign rating action

-If the state tolerates a deterioration of the company's credit profile, for example through an increased capex programme without sufficient funding or downward revision of tariffs, leading to

FFO-adjusted gross leverage persistently higher than 4x and FFO fixed charge coverage below 4x, we may consider widening the notching or changing the rating approach to bottom-up.

For the sovereign rating of Kazakhstan, KEGOC's ultimate parent, Fitch outlined the following sensitivities in its rating action commentary of 24 April 2017:

The following risk factors could, individually, or collectively, trigger negative rating action:

- a further weakening in the sovereign external balance sheet;
- materialisation of significant contingent liabilities above those already identified from the banking sector on the sovereign balance sheet;
- policies that hamper fiscal consolidation or undermine monetary policy credibility;

The following factors, individually or collectively, could result in positive rating action:

- a sustained recovery in external and fiscal buffers;
- steps to reduce the vulnerability of the public finances to future oil price shocks, for example by reducing the non-oil deficit;
- a sustained recovery in the economy supported by substantial improvements in the business environment and governance and greater diversification;
- substantial improvement in the performance of the banking sector.

## LIQUIDITY

Adequate Liquidity: At end-1H17 KEGOC's readily available cash and deposits (Fitch-calculated) of about KZT73 billion were sufficient to cover short-term maturities of KZT19 billion and expected negative free cash flow. Cash and deposits were mainly held at domestic banks, namely ATF Bank (B-/Stable), Eurasian Bank, Tsesna Bank (B/Stable) and Halyk Bank of Kazakhstan (BB/Stable) as well as in a number of smaller banks rated in the 'B' category by Fitch. At end-1H17 KEGOC accrued the allowance for impairment of funds of KZT2.6 billion of cash in defaulted Delta Bank and Kazinvestbank.

We believe that the company's access to liquidity for daily operations is adequate, but access to all cash held at Kazakh banks may be limited.

## FULL LIST OF RATING ACTIONS

Long-Term Foreign-Currency IDR affirmed at 'BBB-', Outlook Stable

Long-Term Local-Currency IDR affirmed at 'BBB-', Outlook Stable

Short-Term Foreign-Currency IDR affirmed at 'F3'.

Local-currency senior unsecured rating affirmed at 'BBB-'.

Contact:

Principal Analyst  
Dmitry Doronin, CFA  
Analyst  
+7 495 956 9984

Supervisory Analyst  
Oxana Zguralskaya  
Director  
+7 495 956 7099  
Fitch Ratings CIS Ltd  
26 Valovaya Street  
Moscow 115054

Committee Chairperson  
Josef Pospisil, CFA  
Managing Director  
+44 20 3530 1287

#### Summary of Financial Statement Adjustments -

Operating leases: We applied a 6x multiple (relevant to Kazakhstan) to operating lease expenses to create a debt-like obligation.

Cash: We reclassified KZT4.7 billion at end-2016 from deposits to restricted cash as it includes cash in the defaulted bank or the bank whose license was recalled, bonds of associated company and other.

Allowance for doubtful receivables: We excluded allowance for doubtful receivables (mainly related to Uzbekenergo) in 2014-2016 from EBITDA calculations.

Media Relations: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel: +7 495 956 9908, Email: [julia.belskayavontell@fitchratings.com](mailto:julia.belskayavontell@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 Criteria \(pub. 07 Aug 2017\)](#)

[National Scale Ratings Criteria \(pub. 07 Mar 2017\)](#)

[Non-Financial Corporates Notching and Recovery Ratings Criteria \(pub. 16 Jun 2017\)](#)

[Parent and Subsidiary Rating Linkage \(pub. 31 Aug 2016\)](#)

#### **Additional Disclosures**

[Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form](#)

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [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. DIRECTORS AND SHAREHOLDERS RELEVANT INTERESTS ARE AVAILABLE AT [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/REGULATORY](https://www.fitchratings.com/site/regulatory). 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 © 2017 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