

FITCH RATES MANGISTAU ELECTRICITY DISTRIBUTION NETWORK COMPANY'S LOCAL CURRENCY BOND 'BBB-'

Fitch Ratings-Moscow/London-16 July 2014: Fitch Ratings has assigned Mangistau Electricity Distribution Company JSC's (MEDNC) KZT2.4bn 9% domestic bond due 2024 a final local currency senior unsecured rating of 'BBB-'.

The rating is in line with MEDNC's Long-term local currency Issuer Default Rating (IDR) of 'BBB-', which has a Stable Outlook, as the bond constitutes a direct and unsecured obligation of the company. MEDNC is using the proceeds of the bond issue to finance its investment programme until 2015. A full list of MEDNC's ratings is available below.

KEY RATING DRIVERS

Three Notches below Sovereign

MEDNC's ratings are notched down from that of Kazakhstan (BBB+/A-/Stable) by three levels, reflecting the moderate strength of the links between the company and its ultimate parent. MEDNC's direct parent, indirectly fully state-owned JSC Samruk-Energy (S-E; BBB/RWN), has not provided tangible financial assistance to MEDNC since we widened MEDNC's notching from the sovereign rating to three notches from two in 2011. Although S-E does not view MEDNC as strategic, it is not actively pursuing a reduction of its stake in the company. We view MEDNC's standalone profile as commensurate with a 'BB-' rating.

Near-Monopoly Position in the Region

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 regions. It is also underpinned by strong 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, which limits 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 2012 revenue). The latter is somewhat mitigated by the state ownership of some customers, and by prepayment terms under transmission and distribution agreements.

Favourable Tariffs

Between 2012 and 2013 MEDNC's revenue growth was mainly driven by a transmission and distribution tariff increase to KZT3.1 per kWh in 2013 from KZT2.39 in 2012 and KZT1.95 in 2011. Further tariff increases have been approved at about 5% on average for 2014 and 2015.

Since 2013, MEDNC's tariffs are approved by Kazakhstan's Agency on Regulating Natural Monopolies and Competition Protection for a three-year period, rather than the one-year period previously, in conjunction with the capex programme. MEDNC expects its 2016 tariffs to be approved in 2H14. Fitch takes a positive view of the switch to medium-term tariff approval. The tariff system for transmission and distribution segments, which is predominantly based on benchmarking with the intention to increase the company's efficiency, should result in favourable tariffs for MEDNC.

Capex to Drive Negative FCF

MEDNC's ratings are constrained by its large prospective investment programme relative to the small scale of its operations. The company's ambitious capex programme of about KZT27.8bn over 2013-2017 will likely result in negative free cash flow over the same period and require significant debt funding. This is despite our expectations that MEDNC will continue generating solid and stable cash flow from operations (CFO) over 2014-2016. Capex will consist of KZT13.5bn to be spent on the construction of two new electricity transmission lines, KZT4.6bn on the reconstruction of current transmission lines and substations, and some on other projects.

Weaker Leverage Expected

At end-2013 MEDNC reported funds from operations (FFO) adjusted leverage of 1.3x, down from 1.5x at end-2012. Fitch expects the large capex programme to increase FFO-adjusted leverage to around 3x by end-2015 and towards 4x by end-2016, under our conservative assumptions. FFO interest cover improved to around 10x at-end 2013 from 5x at end-2012; however, we expect it to fall back to single digits over 2014-2016.

Elevated Dividend Payout

MEDNC's dividend payout ratio was 22% (or KZT255m) in 2013, little changed from 26% (or KZT88m) for 2012. 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 one of bottom-up from one of top-down.

RATING SENSITIVITIES

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

Positive:

- Positive rating action on Kazakhstan provided the links between MEDNC and the sovereign do not weaken
- Stronger links with the ultimate parent
- Enhancement of the business profile, such as diversification and scale with only modest increase in leverage, which would be positive for the standalone profile

Negative:

- Negative rating action on Kazakhstan
- Weaker links with the ultimate parent, such as a reduction of S-E's stake in MEDNC to less than 50% or an elevated dividend payout. 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, which would be negative for the standalone profile

For the sovereign rating of Kazakhstan, MEDNC's ultimate parent, the following sensitivities were outlined by Fitch in its Rating Action Commentary of 9 May 2014:

Positive:

- Substantial strengthening of the sovereign balance sheet over the medium term
- Effective restructuring of bank balance sheets
- Entrenching low and stable inflation under a more flexible exchange rate regime.
- Improvements in governance and institutional strength.

Negative:

- A departure from prudent policy that leads to a sustained decline in sovereign assets

- A severe, sustained commodity price shock that negatively affected the balance of payments and public finances
- Excessive lending growth and inadequate risk management in the banking sector
- 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-2013, MEDNC's cash balance of KZT1.7bn was sufficient to cover short-term maturities of KZT1bn. Cash balances are mostly held in local currency with domestic banks, which is a risk.

At end-2013, most of MEDNC's debt was represented by two unsecured fixed-rate bonds of KZT800m and KZT1.7bn maturing in 2014 and in 2023, 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.

FULL LIST OF MEDNC's RATINGS

Long-term foreign currency IDR: 'BB+', Outlook Stable

Long-term local currency IDR: 'BBB-', Outlook Stable

National Long-term rating: 'AA(kaz)', Outlook Stable

Short-term foreign currency IDR: 'B'

Foreign currency senior unsecured rating: 'BB+'

Local currency senior unsecured rating: 'BBB-'

Contact:

Principal Analyst

Alexey Evstratenkov

Analyst

+7 495 956 99 84

Supervisory Analyst

Elina Kulieva

Associate Director

+7 495 956 70 64

26 Valovaya Street

Moscow 115054

Committee Chairperson

Josef Pospisil

Senior Director

+44 20 3530 1287

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

**Fitch Ratings присвоило внутренним облигациям
АО «Мангистауская распределительная электросетевая компания» на уровне
«BBB-»**

Fitch Ratings-Москва/Лондон – 16 июля 2014 г. Fitch Ratings присвоило внутренним облигациям АО «Мангистауская распределительная электросетевая компания» (МРЭК), на сумму 2,4 млрд.тенге, со ставкой 9% и погашением в 2024 г. финальный приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте «BBB-».

Данный рейтинг находится на одном уровне с долгосрочном рейтингом дефолта эмитента (РДЭ) МРЭК в национальной валюте «BBB-» со «Стабильным» прогнозом поскольку облигации будут представлять собой прямые необеспеченные обязательства компании. Поступления по выпуску облигаций будут использованы компанией для финансирования своей инвестиционной программы до 2015 года. Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

- Рейтинги компаний 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 (BBB/RWN) не оказывала существенной финансовой поддержки МРЭК, после того 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, но и не предпринимает активных шагов по уменьшению своей доли в компании. Агентство расценивает самостоятельные позиции компании как соответствующие рейтингу «BB-».

- Позиция компании в регионе близка к монопольной

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 транспортному сектору, и благоприятными трехлетними тарифами. Кроме того, позитивными моментами для МРЭК являются ограниченные валютные риски и отсутствие процентных рисков.

- Небольшой масштаб и концентрация клиентской базы

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 (в 2012 г. на долю четырех ведущих клиентов приходилось свыше 67% выручки). Последний фактор в некоторой степени сглаживается за счет того, что некоторые клиенты находятся в государственной собственности, а также благодаря авансовым платежам, предусмотренным по соглашениям о передаче и распределении.

- Благоприятные тарифы

В период с 2012 г. - 2013 г. рост выручки МРЭК был обусловлен в основном повышением тарифов на передачу и распределение до 3,1 тенге/кВт.ч в 2013 г. с 2,39 тенге/кВт.ч в 2012 г. и 1,95 тенге/кВт.ч в 2011 г. На 2014 и 2015 гг. было одобрено дальнейшее увеличение тарифов в среднем на уровне около 5%.

Начиная 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 г. будут одобрены до конца ноября 2013 г. Fitch позитивно расценивает переход на

среднесрочное одобрение тарифов. Система тарифов для сегментов передачи и распределения имеет целью повышение эффективности МРЭК и должна обеспечить благоприятные тарифы для компаний.

- Капиталовложения приведут к негативным свободным денежным потокам
Рейтинги МРЭК сдерживаются значительной программой будущих инвестиций в сравнении с небольшим масштабом деятельности компании. Масштабная программа капиталовложений компании в размере около 27,8 млрд. тенге в 2013-2017 гг., вероятно, приведет к отрицательному свободному денежному потоку за тот же период и потребует существенного долгового финансирования. Это несмотря на ожидания, что МРЭК продолжит генерировать хороший и стабильный операционный денежный поток (CFO) в 2013-2016 гг. Эти капиталовложения будут направлены на строительство двух новых линий электропередач стоимостью 13,5 млрд. тенге, на реконструкцию существующих линий электропередач и подстанций на сумму 4,6 млрд. тенге и на некоторые другие проекты.

- Ожидаемое ухудшение левереджа

На конец 2013 г. согласно отчетности скорректированный левередж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) у МРЭК сократился до 1,3x с 1,5x на конец 2012 г. Исходя из своих консервативных допущений, Fitch ожидает, что большая программа капиталовложений приведет к увеличению скорректированного левереджа по FFO до около 3x к концу 2015 г., а затем до 4x к концу 2016 г. На конец 2013 г. обеспеченность процентных платежей по FFO немного улучшилась до около 10x по сравнению с 5x на конец 2012 г., и Fitch ожидает, что она по-прежнему будет выражена однозначным числом в 2013-2016 гг.

- Увеличившиеся дивидендные выплаты

Fitch отмечает, что коэффициент дивидендных выплат у МРЭК за 2013 г. составил 22% (или 88 млн. тенге) и немного изменившись в сравнении показателем - 26% в 2012 г. 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» (когда рейтинг компании отсчитывается от рейтинга материнской структуры) на «снизу-вверх» (когда агентство фокусируется на самостоятельной кредитоспособности компании).

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

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

Позитивные рейтинговые факторы:

- Позитивное изменение рейтингов Казахстана при условии, что не произойдет ослабления связей между МРЭК и государством.
- 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 изменение рейтингов Казахстана
- Более слабые связи с конечной материнской структурой, например сокращение доли Самрук-Энерго в МРЭК до менее чем 50% или повышение дивидендных выплат. 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 4x или более, а обеспеченности процентных платежей до 2,0x или менее на продолжительной основе было бы негативным для самостоятельной кредитоспособности компании.

Для суверенного рейтинга Казахстана, материнской компании МРЭК следующие факторы были изложены Fitch в Action Commentary от 9 мая 2014 года.

Позитивные:

- продолжающее усиление государственного баланса в среднесрочном периоде
- эффективная реструктуризация банковских балансовых счетов
- слабо укрепляющая и стабильная инфляция при более гибкой режиме валютного регулирования
- улучшение государственного и институционального усиления

Негативные:

- отход от взвешенной политики, который приводит к устойчивому снижению государственных активов
- существенные продолжающиеся ценовые скачки на сырьевые товары негативно влияющие на платежный баланс и финансовое состояние общества

ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

Fitch рассматривает ликвидность МРЭК как управляемую, включающую исключительно денежные средства, поскольку компания не имеет каких-либо кредитных линий. На конец 2013 г. денежные средства на счетах у МРЭК в размере 7 млрд. тенге были достаточными для покрытия краткосрочных погашений на сумму 1 млрд. тенге. Денежные средства в основном размещены в национальной валюте в местных банках, что является риском.

На конец 2013 г. основная часть долга МРЭК была представлена двумя выпусками необеспеченных облигаций с фиксированной ставкой на сумму 800 млн. тенге и 1,7 млрд. тенге с погашением соответственно в 2014 и 2023 гг. Остальная часть долга – это беспроцентные кредиты со сроком до 2036 г., предоставленными 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.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВ МРЭК

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «BB+», прогноз «Стабильный»

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

Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «AA(kaz)», прогноз «Стабильный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «В»

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

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

Контакты:

Ведущий аналитик

Алексей Евстратенков

Аналитик

+7 495 956 99 84

Главный аналитик
Эллина Кулеева
Младший директор
+7 495 956 70 64
26, ул. Валовая
Москва 115054

Председатель комитета
Джозеф Посписил
Старший директор
+44 20 3530 1287

Контакты для прессы в Москве: Юлия Бельская фон Телль, Москва, тел.: + 7 495 956 9908, julia.belskayavontell@fitchratings.com; Питер Фитцпатрик, Лондон, тел: +44 20 3530 1103, peter.fitzpatrick@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» (Corporate Rating Methodology) от 28 мая 2014 г.

Информация о том, были ли рейтинги запрошены эмитентом, приведена по ссылке: http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/reports_frame.cfm&rpt_id=749393

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. 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. FITCH МОГЛО ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ДРУГИЕ РАЗРЕШЕННЫЕ УСЛУГИ РЕЙТИНГУЕМОМУ ЭМИТЕНТУ ИЛИ СВЯЗАННЫМ С НИМ ТРЕТЬИМ СТОРОНАМ. ИНФОРМАЦИЯ О ДАННОЙ УСЛУГЕ ПРИМЕНЯЕТСЯ К РЕЙТИНГАМ, ПО КОТОРЫМ ВЕДУЩИЙ АНАЛИТИК БАЗИРУЕТСЯ В ЮРИДИЧЕСКОМ ЛИЦЕ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННОМ В ЕС, ПРЕДСТАВЛЕНА НА КРАТКОЙ СТРАНИЦЕ ПО ЭМИТЕНТУ НА ВЕБСАЙТЕ FITCH.