



«КТЖ» АҚ 010000, Астана қ-сы, Д.Қонаев к-сі, 6, тел.:+7(7172) 60-42-29, 60-42-32, факс: +7(7172) 60-05-50, 60-05-36, e-mail: temirzhол@railways.kz http://www.railways.kz  
АО «НК «КТЖ» 010000, г. Астана, ул. Д.Кунаева,, тел.:+7(7172) 60-42-29, 60-42-32, факс: +7(7172) 60-05-50, 60-05-36, e-mail: temirzhол@railways.kz http://www.railways.kz  
«NC «KTZh» JSC 6 D. Kunaev Str., Astana, 010000, tel.:+7(7172) 60-42-29, 60-42-32, fax: +7(7172) 60-05-50, 60-05-36, e-mail: temirzhол@railways.kz http://www.railways.kz

15.05.2018 № 1136-22

**АО «Казахстанская фондовая биржа»**

Настоящим Акционерное общество «Қазақстан темір жолы» (далее АО «НК «КТЖ») согласно пункту 1 статьи 18 Листинговых правил, утверждённых решением Биржевого совета акционерного общества «Казахстанская фондовая биржа» (протокол от 27 апреля 2017 года №15), сообщает что, 26 апреля 2018 года Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's подтвердило кредитный рейтинг АО «НК «КТЖ» и рейтинг по всем облигациям АО «НК «КТЖ» (ISIN Code: XS0799658637, CH0246198037, CH0246199050, KZP01Y10F217, XS1713475132, KZP02Y10F215) на уровне «BB-» и «kzBBB+»; прогноз – «Стабильный».

Приложение на 11 листах.

- пресс-релиз Международного рейтингового агентства Standard & Poor's от 26 апреля 2018 года на русском языке.

Вице-президент по финансам

*(Хасанов)*

**Ж. Мадиев**

Исп.: Кабышев Ж. – Цзайм  
603746



016625

# **RatingsDirect®**

---

Краткое обоснование изменения рейтинга:

Рейтинги национального  
железнодорожного оператора АО «НК  
«Казахстан Темир Жолы» подтверждены  
на уровне «ВВ-» и «kzBBB+»; прогноз  
— «Стабильный»

**Ведущий кредитный аналитик:**

Михаил Давыдов, Москва + 7 49 5662 3492; mikhail.davydov@spglobal.com

## **Содержание**

---

Резюме

Рейтинговое действие

Обоснование

Прогноз

Описание рейтингов (компоненты)

Рейтинги выпусков долговых обязательств: Анализ риска  
субординированности долга

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

**Краткое обоснование изменения рейтинга:**

## **Рейтинги национального железнодорожного оператора АО «НК «Казахстан Темир Жолы» подтверждены на уровне «BB-» и «kzBBB+»; прогноз — «Стабильный»**

### **Резюме**

- Мы ожидаем, что в 2018 г. показатели операционной деятельности АО «НК «Казахстан Темир Жолы» (КТЖ) улучшатся, однако уровень долговой нагрузки останется высоким в связи со значительными капитальными расходами.
- Группа заблаговременно рефинансировала долговые обязательства с наступающим сроком погашения за счет поступлений от выпусков облигаций объемом 15 млрд руб. и 780 млн долл., что позволило сделать график погашения долга на ближайшие годы более равномерным.
- В связи с текущим улучшением операционной деятельности и практики управления долгом мы пересмотрели оценку характеристик собственной кредитоспособности (stand-alone credit profile – SACP) компании с «**b-**» на **«b»**.
- Мы подтверждаем рейтинги КТЖ на уровне **«BB-»** и **«kzBBB+»**.
- Прогноз **«Стабильный»** по рейтингам КТЖ отражает, с одной стороны, ожидаемое постепенное улучшение показателей операционной деятельности, а с другой — рост капитальных расходов, а также способность компании получить у кредиторов отказ от требований при нарушении ковенантов.

### **Рейтинговое действие**

26 апреля 2018 г. S&P Global Ratings подтвердило долгосрочные кредитные рейтинги эмитента казахстанского железнодорожного оператора АО «НК «Казахстан Темир Жолы» (КТЖ) и его «ключевой» дочерней компании АО «Казтемиртранс» (КТТ), владеющей парком грузовых вагонов, на уровне **«BB-»**. Прогноз изменения рейтингов — **«Стабильный»**.

Мы также подтвердили рейтинги обеих компаний по национальной шкале на уровне

«kzBBB+».

В то же время мы подтвердили рейтинги выпусков приоритетных необеспеченных облигаций КТЖ на уровне «BB-».

## **Обоснование**

Подтверждение рейтингов КТЖ отражает наши ожидания того, что в ближайшем году отношение «долг / EBITDA» останется на уровне выше 5x, а отношение «денежный поток от операционной деятельности до изменений оборотного капитала (funds from operations – FFO) / долг» – на уровне ниже 12%, поскольку улучшение результатов операционной деятельности КТЖ будет отчасти нивелировано существенным ожидаемым ростом капитальных расходов в 2018 г. В связи с этим мы по-прежнему оцениваем профиль финансовых рисков КТЖ как «характеризующийся высоким уровнем долговой нагрузки».

Мы ожидаем, что в 2018 г. показатель EBITDA может увеличиться на 13-15% и составить около 245-250 млрд тенге, чему будет способствовать 7-процентное повышение тарифов на грузоперевозки, утвержденное правительством в прошлом году, и ожидаемое увеличение объема грузоперевозок вплоть до 3%. В то же время мы прогнозируем резкий рост капитальных расходов – с 231 млрд тенге в 2017 г. примерно до 375 млрд тенге. Мы отмечаем, что КТЖ может потребоваться привлечение внешнего финансирования для покрытия значительной части капитальных расходов. Несмотря на практику, принятую в прошлые годы, правительство не утвердило вливания в капитал КТЖ в целях поддержки инвестиционной программы группы. В связи с этим мы ожидаем, что в 2018 г. отношение «долг / EBITDA» составит около 5,7-6,0x, а отношение «FFO / долг» – 9-12%.

Рост расходов в первую очередь связан с развитием сети железных дорог КТЖ и модернизацией подвижного состава. Компания заключила контракт с General Electric объемом 900 млн долл. (около 295 млрд тенге) на закупку 300 локомотивов в ближайшие годы. Насколько мы понимаем, поставка первых локомотивов ожидается в 2019 г. и у компании есть гибкость в отношении сроков дальнейших поставок. По нашим оценкам, У КТЖ будет определенная гибкость в отношении программы расходов на 2018 г. объемом 375 млрд тенге, поскольку за последние десять лет активы группы были в некоторой степени модернизированы и мы ожидаем, что объем минимальных капитальных расходов компании составит около 150-200 млрд тенге в год. В случае, если КТЖ отложит значительную часть

программы расходов на 2018 г., ее характеристики кредитоспособности могут существенно улучшиться к концу года.

Группа КТЖ улучшила свои практики заблаговременного рефинансирования долга, а также оптимизированного подхода к управлению ликвидностью и контролю дочерних компаний. Мы пересмотрели нашу оценку менеджмента и корпоративного управления КТЖ со «слабой» на «приемлемую». В 2017 г. КТЖ разместила три выпуска ценных бумаг на сумму 15 млрд руб., 25 млрд тенге и 780 млн долл. – в первую очередь в целях рефинансирования долга, включая облигации со сроком погашения в 2020 г. Рефинансирование долга позволило продлить сроки погашения долговых обязательств и сократить риск рефинансирования.

Текущие улучшения операционной деятельности и практики менеджмента обусловили пересмотр нашей оценки SACP компании с «b-» на «b».

КТЖ сохраняет свое доминирующее положение в транспортной отрасли Казахстана. Система тарифного регулирования остается относительно благоприятной, о чем свидетельствует повышение тарифов на грузоперевозки на 7% в 2018 г. В то же время большая часть тарифов устанавливается только на год вперед. В структуре перевозимых грузов доминирующее положение переходит к сырьевым товарам, таким как уголь, железная руда, металлы и нефть, объемы перевозок которых характеризуются волатильностью. Вместе с тем мы отмечаем умеренное увеличение доли более прибыльных транзитных транспортировок примерно с 21% в 2014 г. до около 24% в 2017 г.

Наш базовый сценарий в отношении КТЖ определяется следующими допущениями:

- рост показателя ВВП в Казахстане на 3% в год в 2018-2020 гг.;
- индекс потребительских цен (ИПЦ) на уровне 7% в 2018 г., 6% в 2019 г. и 5,5% в 2020 г.;
- рост выручки примерно на 8-10% в 2018 г. – главным образом благодаря повышению тарифов на грузоперевозки на 7% и увеличению объемов перевозок в соответствии с приростом ВВП;
- дальнейшее увеличение выручки на 3-5% в год в 2019-2020 гг., что отражает зависимость темпов роста грузоперевозок от ИПЦ и их уровень ниже показателя ВВП;
- получение субсидий от государства объемом 20-23 млрд тенге в год и отсутствие вливаний капитала со стороны государства в 2018 г.;

- рентабельность по EBITDA – 24-25% в 2018-2020 гг.;
- капитальные расходы – до 375 млрд тенге в 2018 г. и сокращение расходов до 190-230 млрд тенге в 2019-2020 гг.;
- дивидендные выплаты – 15% чистой прибыли.

На основании этих допущений мы определяем следующие характеристики кредитоспособности:

- отношение «FFO / долг» на уровне 9-12% в 2018-2020 гг.;
- скорректированное отношение «долг / EBITDA» на уровне 5,5-6,0% в 2018-2020 гг.

### **Ликвидность**

Мы оцениваем показатели ликвидности КТЖ как «менее чем адекватные». Наша оценка отражает главным образом тот факт, что отношение источников ликвидности к потребностям в ней составляет около 1,1x. Мы не прогнозируем значительного дефицита ликвидности в ближайшие 12 месяцев ввиду небольшого объема обязательств, подлежащих погашению, и гибкости в отношении большей части капитальных расходов. Кроме того, мы ожидаем, что компания продолжит нарушать финансовые ковенанты в 2018 г., но сумеет пересмотреть их условия или получить у кредиторов отказ от требований, как это уже случалось ранее.

Основные источники ликвидности на ближайшие 12 месяцев, начиная с 1 апреля 2018 г.:

- денежные средства – 65,6 млрд тенге.;
- доступная ликвидность в рамках кредитных линий – 25 млрд тенге;
- денежные потоки – 139 млрд тенге;
- поступления от продажи активов – 11 млрд тенге.

Основные потребности в ликвидности за тот же период:

- долговые обязательства с наступающими сроками погашения – 72,7 млрд тенге;
- отток оборотного капитала – 10 млрд тенге;
- расходы на поддержание операционной деятельности и техническое обслуживание – 150 млрд тенге;

- дивидендные выплаты – до 2,5 млрд тенге.

## **Прогноз**

Прогноз «Стабильный» по рейтингам КТЖ отражает наше мнение о том, что в ближайшие 12 месяцев компания продолжит демонстрировать высокий уровень долговой нагрузки. Мы ожидаем, что скорректированное аналитиками S&P Global Ratings отношение «долг / EBITDA» останется выше 5x, а отношение «FFO / долг» – ниже 12% благодаря улучшению показателей операционной деятельности и повышению капитальных расходов.

Мы также предполагаем, что КТЖ будет своевременно и в полном объеме финансировать свои потребности в ликвидности, включая погашение обязательств и капитальные расходы на поддержание операционной деятельности. Кроме того, мы ожидаем, что в случае нарушения ковенантов компания получит у кредиторов отказ от требований, как это случалось ранее.

### **Позитивный сценарий**

Повышение рейтингов КТЖ возможно в случае устойчивого улучшения финансовых показателей компании, в частности если отношение «FFO / долг» будет выше 12%, а отношение «долг / EBITDA» – ниже 5x благодаря значительному улучшению показателя EBITDA и более консервативному подходу к управлению капитальными расходами, а также если показатели ликвидности компании существенно не ухудшатся. Мы ожидаем, что компания продолжит активно управлять графиком погашения долговых обязательств и заблаговременно обеспечивать их рефинансирование до наступления сроков погашения. В то же время, по нашим прогнозам, у компании не должно возникнуть проблем при получении у кредиторов отказа от требований в случае нарушения ковенантов.

### **Негативный сценарий**

Мы можем понизить рейтинги КТЖ в случае значительного ухудшения показателей ликвидности компании в результате недостаточного обеспечения финансирования для погашения долговых обязательств с наступающими сроками погашения или неспособности получить у кредиторов отказ от требований в случае нарушения ковенантов. Снижение уровня государственной поддержки также может привести к негативному рейтинговому действию.

## **Описание рейтингов (компоненты)**

Корпоративный кредитный рейтинг: BB-/Стабильный/-

Профиль бизнес-рисков: приемлемый

- Страновой риск: высокий
- Отраслевой риск: низкий
- Конкурентная позиция: приемлемая

Профиль финансовых рисков: характеризующийся высоким уровнем долговой нагрузки

- Денежный поток / уровень долговой нагрузки (коэффициент): характеризующийся высоким уровнем долговой нагрузки

Базовый уровень рейтинга: b

Модификаторы (оценка):

- Диверсификация бизнеса: нейтральная
- Структура капитала: нейтральная
- Финансовая политика: нейтральная
- Ликвидность: менее чем адекватная
- Менеджмент и корпоративное управление: приемлемые
- Сравнительный анализ: нейтральный

Оценка характеристик собственной кредитоспособности (SACP): b

- Статус компании в рамках группы: материнская компания
- Рейтинг связанного правительства: BBB-
- Вероятность получения поддержки от государства: высокая (+2 ступени к оценке SACP)

## **Рейтинги выпусков долговых обязательств: Анализ риска субординированности долга**

### **Структура капитала**

В структуру капитала компании входят выпуски необеспеченных облигаций объемом 852 млрд тенге, около 321 млрд тенге необеспеченного долга, а также 2 млрд тенге обеспеченного долга, размещенные КТЖ. Кроме того, в структуру долга дочерних компаний КТЖ входят 187 млрд тенге необеспеченного долга и 176 млрд тенге обеспеченного долга.

### **Аналитические выводы**

Рейтинги выпусков ценных бумаг, размещенных КТЖ, соответствуют уровню кредитного рейтинга эмитента компании, поскольку эмитент зарегистрирован и ведет основную деятельность в юрисдикции, где, как мы полагаем, приоритетность требований кредиторов в случае банкротства является в значительной степени неопределенной.

## **Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации**

- Отражение риска субординированности в рейтингах выпусков корпоративных долговых обязательств // 28 марта 2018 г.
- Таблицы соответствий кредитных рейтингов по национальным и региональным шкалам рейтингам по международной шкале S&P Global Ratings // 14 августа 2017 г.
- Взаимосвязь долгосрочных и краткосрочных рейтингов: Методология // 7 апреля 2017 г.
- Присвоение рейтингов организациям, связанным с государством: Методология и допущения // 25 марта 2015 г.
- Методология и допущения: Определения ликвидности для корпоративных заемщиков разных стран мира // 16 декабря 2014 г.
- Кредитные рейтинги по национальным и региональным шкалам // 22 сентября 2014 г.
- Методология: Отраслевой риск // 19 ноября 2013 г.
- Присвоение рейтингов группе организаций: Методология // 19 ноября 2013 г.

**Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги национального железнодорожного оператора АО «НК «Казахстан Темир Жолы» подтверждены на уровне «BB-» и «kz BBB+»; прогноз — «Стабильный»**

- Оценка страновых рисков: Методология и допущения // 19 ноября 2013 г.
- Методология: Критерии присвоения корпоративных рейтингов // 19 ноября 2013 г.
- Критерии присвоения корпоративных рейтингов: Коэффициенты и корректировки // 19 ноября 2013 г.
- Методология и допущения: Присвоение компаниям и органам власти рейтингов, превышающих суверенные рейтинги // 19 ноября 2013 г.
- Менеджмент и корпоративное управление как кредитные факторы для корпораций и страховых компаний: Методология // 13 ноября 2012 г.
- Оценка характеристик собственной кредитоспособности как один из компонентов рейтингового анализа // 1 октября 2010 г.
- Использование списка CreditWatch и прогнозов по рейтингам // 14 сентября 2009 г.

## **Рейтинг-лист**

Рейтинги подтверждены

АО «НК «Казахстан Темир Жолы»

BB-/Стабильный/--

Кредитный рейтинг эмитента

kz BBB+/--/--

Рейтинг по национальной шкале

Рейтинг приоритетного

BB-

необеспеченного долга

АО «Казтемиртранс»

BB-/Стабильный/--

Кредитный рейтинг эмитента

kz BBB+/--/--

Рейтинг по национальной шкале

Kazakhstan Temir Zholy Finance B.V.

BB-

Рейтинг приоритетного

необеспеченного долга

ПЕРЕВОД ТОЛЬКО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ. Данный перевод предоставляется в целях более точного и полного понимания нашего отчета на английском языке, опубликованного на нашем сайте <http://www.capitaliq.com>, и только в информационно-справочных целях.

*Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги национального железнодорожного оператора АО «НК «Казахстан Темир Жолы» подтверждены на уровне «BB-» и «kz BBB+»; прогноз — «Стабильный»*

**Дополнительные контакты:**

Industrial Ratings Europe; Corporate\_Admin\_London@spglobal.com

Некоторые определения, используемые в этом отчете, в частности применяемые нами для описания рейтинговых факторов, имеют конкретные значения, которые приведены в наших критериях. Таким образом, подобные определения должны быть интерпретированы в контексте соответствующих методологических статей.

Критерии, используемые при присвоении рейтингов, можно найти на сайте [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Полная информация о рейтингах предоставляется подписчикам RatingsDirect на портале [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Все рейтинги, которые затронуты данным рейтинговым действием, можно найти на общедоступном веб-сайте S&P Global Ratings [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) с помощью поискового окна «Ratings search» в левой части экрана. Кроме того, Вы можете позвонить по одному из следующих телефонов S&P Global Ratings: (44) 20-7176-7176 (Европейская служба поддержки клиентов); (44) 20-7176-3605 (Лондон); (33) 1-4420-6708 (Париж); (49) 69-33-999-225 (Франкфурт); (46) 8-440-5914 (Стокгольм); 7 (495) 783-4009 (Москва).

Copyright © 2018. S&P Global Market Intelligence. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа и данных о кредитоспособности, оценок, моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительно полученного письменного разрешения S&P Global Market Intelligence или его аффилированных лиц (вместе — S&P Global) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P Global и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P Global») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P Global не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условиях «как есть». СТОРОНЫ S&P GLOBAL НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P Global ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытков и издержек, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущененный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P Global Market Intelligence, исследования, и подтверждения рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P Global Market Intelligence не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P Global Market Intelligence не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P Global Market Intelligence получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P Global осуществляются раздельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P Global могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P Global действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P Global Ratings не принимает какого-либо участия в подготовке и создании кредитных оценок S&P Global Market Intelligence. Для различения моделей кредитных оценок вероятности дефолта S&P Global Market Intelligence от кредитных рейтингов, присваиваемых S&P Global Ratings, используется буквенное обозначение в нижнем регистре.

S&P Global может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P Global оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P Global публикуются на веб-сайтах — [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (доступ — бесплатный), а также [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) и [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P Global и независимых дистрибуторов. Дополнительную информацию, касающуюся стоимости рейтинговых услуг, можно получить по адресу: [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).