



## **Fitch изменило прогноз по рейтингу МРЭК на «Негативный», подтвердило рейтинг на уровне «BB+»** Ratings Endorsement Policy 25 Nov 2014 3:35 AM (EST)

Fitch Ratings-Moscow-25 November 2014: (перевод с английского языка)  
Fitch Ratings-Москва/Лондон-24 ноября 2014 г. Fitch Ratings изменило прогноз по долгосрочному рейтингу дефолта эмитента («РДЭ») Мангистауской распределительной электросетевой компании (далее – «МРЭК»), Казахстан, со «Стабильного» на «Негативный» и подтвердило этот рейтинг на уровне «BB+». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

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

### **КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ**

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

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

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

Самостоятельная кредитоспособность оценивается на уровне «BB-»  
Мы рассматриваем самостоятельную кредитоспособность МРЭК как соответствующую нижней части рейтинговой категории «BB», что отражает баланс между относительно небольшим размером компании, отраслевой и клиентской концентрацией, средними прогнозными показателями кредитоспособности, но в то же время благоприятным на сегодня тарифным режимом и хорошим качеством контрагентов. Кредитоспособность МРЭК поддерживается ее близкой к монопольной позицией в сфере передачи и распределения электроэнергии в Мангистауской области, одном из стратегических нефтегазоносных регионов Казахстана. Кредитоспособность также подкрепляется перспективами экономического развития и расширения в регионе применительно как к нефтегазовому, так и к транспортному сектору, и благоприятными трехлетними тарифами. Кроме того, позитивными моментами для МРЭК являются ограниченные валютные риски и отсутствие процентных рисков.

Небольшой масштаб, концентрированная клиентская база  
Рейтинги МРЭК сдерживаются небольшим масштабом деятельности компании (что ограничивает ее способность генерировать денежный поток), значительной зависимостью от одной отрасли (нефтегазовой) и высокой клиентской концентрацией в рамках этой отрасли (за 9 мес. 2014 г. на долю четырех ведущих клиентов приходилось свыше 67% выручки). Последний фактор в определенной степени сглаживается за счет

того, что некоторые клиенты находятся в государственной собственности, а также благодаря авансовым платежам, предусмотренным по соглашениям о передаче и распределении электроэнергии.

#### Благоприятные тарифы

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

#### Ожидается более слабый левередж

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

#### Капиталовложения будут обуславливать отрицательный свободный денежный поток

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

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

#### Увеличившиеся дивидендные выплаты

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

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

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

#### Позитивные рейтинговые факторы:

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

#### Негативные рейтинговые факторы:

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

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

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

Позитивные рейтинговые факторы:

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

Негативные рейтинговые факторы:

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

#### ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

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

На конец 3 кв. 2014 г. основная часть долга МРЭК была представлена двумя выпусками необеспеченных облигаций с фиксированной ставкой на сумму 1,7 млрд. тенге и 2,4 млрд. тенге и с погашением соответственно в 2023 и 2024 гг. Остальная часть долга – это беспроцентные кредиты со сроком до 2036 г., предоставленные МРЭК клиентами для софинансирования новых подсоединений к сети. Масштабная программа капиталовложений МРЭК, вероятно, потребует дополнительного долгового финансирования в среднесрочной перспективе. МРЭК имеет подтвержденный на практике доступ на внутренний рынок облигаций. В 2014 г. компания выпустила облигации на 2,4 млрд. тенге для частичного финансирования существенных потребностей в капиталовложениях (3,5 млрд. тенге) в указанном году. Ожидается, что остальная часть будет финансироваться за счет собственных средств МРЭК.

#### ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

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

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

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

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «В»

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

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

Контакты:

Ведущий аналитик  
Алексей Евстратенков  
Аналитик  
+7 495 956 9984

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

Председатель комитета  
Пол Ланд  
Старший директор

+44 20 3530 1244

Контакты для прессы в Москве:

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

Media Relations: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel: +7 495 956 9908, Email:

julia.belskayavontell@fitchratings.com.

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

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

Additional Disclosure  
Solicitation Status

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE '[WWW.FITCHRATINGS.COM](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. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

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