



**КазМунайГаз**  
NATIONAL COMPANY ҰЛТТЫҚ КОМПАНИЯСЫ

«КазМунайГаз» ұлттық компаниясы» АҚ  
Қазақстан Республикасы, 010000, Астана қ.,  
Қабанбай батыр даңғылы, 19  
тел.: +7 (7172) 786 101  
факс: +7 (7172) 786 000  
e-mail: Astana@kmg.kz

АО «Национальная компания «КазМунайГаз»  
Республика Казахстан, 010000, г. Астана  
пр. Кабанбай батыра, 19  
тел.: +7 (7172) 786 101  
факс: +7 (7172) 786 000  
e-mail: Astana@kmg.kz

JSC «National Company «KazMunayGaz»  
19, Kabanbay batyr Ave., Astana, 010000,  
Republic of Kazakhstan  
tel.: +7 (7172) 786 101  
fax: +7 (7172) 786 000  
e-mail: Astana@kmg.kz

«26» июль 2017 ЖЫЛ  
№ 104-28/2993

### АО «Казахстанская фондовая биржа»

Настоящим сообщаем, что 21 июня 2017 года рейтинговое агентство Moody's выпустило кредитное заключение по деятельности АО НК «КазМунайГаз».

Приложение на 18 листах

**Исполнительный  
вице-президент - финансовый директор**

**Д. Карабаев**

Исполнитель: Куандыкова А.  
Телефон: 786358

**CREDIT OPINION**

21 June 2017

Update

Rate this Research &gt;&gt;

## RATINGS

**KazMunayGas NC JSC**

Domicile	Kazakhstan
Long Term Rating	Baa3
Type	LT Issuer Rating - Fgn Curr
Outlook	Negative

Please see the ratings section at the end of this report for more information. The ratings and outlook shown reflect information as of the publication date.

## Contacts

Denis Perevezentsev 7-495-228-6064  
 VP-Sr Credit Officer  
 denis.perevezentsev@moody's.com

Victoria Maisuradze 7-495-228-6067  
 Associate Managing  
 Director  
 victoria.maisuradze@moody's.com

## KazMunayGas NC JSC

### Update to Discussion of Key Rating Factors

#### Summary Rating Rationale

By virtue of its ownership structure, we consider JSC NC KazMunayGas (KMG) to be a government-related issuer (GRI), and apply our GRI methodology to determine its rating. The final Baa3 issuer rating of KMG comprises the following inputs: (1) a baseline credit assessment (BCA) of ba3, which measures the group's underlying fundamental credit strength; (2) the Kazakhstan government's Baa3 rating with a negative outlook; (3) high default dependence between the state and the company; and (4) our assumptions of a high level of support from the state in case of need.

KMG's BCA of ba3 reflects (1) our expectation of stable oil and gas production, stabilisation in oil transportation and recovery in gas transportation volumes in 2017-18; (2) expectations that the company's credit metrics will remain adequate, although Moody's-adjusted leverage will be somewhat elevated due to the treatment of oil prepayments as debt-like item and negative free cash flows projected in 2017, potentially turning break-even or marginally positive in 2018; (3) the company's social responsibility, which to an extent limits its cost optimisation potential, in particular with regard to its workforce; and (4) the evolving corporate structure and embedded event risk related to the privatisation of some of its subsidiaries, as neither the terms nor the timing of privatisation have been clearly articulated.

Our 'high' government support assumption for KMG reflects the group's strategic importance for Kazakhstan. The 'high' dependence assumption factors in KMG's susceptibility to government interference, Kazakhstan's evolving domestic taxation regime, and the group's exposure to the weak domestic banking system. We also recognise that the hydrocarbon sector in which KMG operates provides a sizeable contribution to Kazakhstan's economy.

The government, via its sovereign wealth fund Samruk-Kazyna (not rated), executes strong influence over KMG's strategy and operations, including asset composition and allocation, management and board of directors' appointments, investments, financing policies and risk management. KMG benefits from a pre-emptive right to acquire interests in various exploration and production licenses, and contracts or production sharing agreements (PSAs) when they are offered for sale.

## Credit Strengths

- » High level of state support consistently demonstrated by the government
- » Solid liquidity profile underpinned by sizeable cash balances, prepayments on oil supply contracts and availability of external credit facilities
- » Kashagan project finally launched
- » Recovery in upstream segment supported by weak local currency

## Credit Challenges

- » Financial profile is sensitive to oil prices volatility
- » Modernisation of refineries delays deleveraging
- » Uncertainty with regard to the effect of potential privatisation of refineries and buy-back of a stake in KMG Kashagan B.V.

## Rating Outlook

The negative outlook on KMG's rating is in line with the negative outlook for the sovereign rating and reflects the fact that a potential further downgrade of Kazakhstan's sovereign rating may lead to downgrade of the company's ratings.

## Factors that Could Lead to an Upgrade

- » Upgrade of Kazakhstan's sovereign rating provided that the company's operating and financial performance, market position and liquidity remain commensurate with our current expectations and there are no adverse changes in the probability of the Kazakhstan government providing extraordinary support to the company in the event of financial distress

## Factors that Could Lead to a Downgrade

- » Downgrade of Kazakhstan's sovereign rating and/or lowering of the foreign-currency bond country ceiling
- » Failure to maintain an adjusted RCF/net debt ratio above 20% on a sustained basis
- » Negative changes in the level of state support

## Key Indicators

Exhibit 1

### KEY INDICATORS [1] KazMunayGas NC JSC

	12/31/2016	12/31/2015	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012
EBIT/Average Book Capitalisation	7.3%	8.9%	12.3%	14.3%	14.2%
EBIT / Interest Expense	3.4x	3.9x	4.7x	5.6x	5.6x
Retained Cash Flow/Net Debt	18.3%	20.5%	20.2%	41.4%	38.5%
Total Debt/Capital	39.4%	35.3%	43.3%	38.6%	39.1%

[1] All ratios are based on 'Adjusted' financial data and incorporate Moody's Global Standard Adjustments for Non-Financial Corporations.  
Source: Moody's Financial Metrics

This publication does not announce a credit rating action. For any credit ratings referenced in this publication, please see the ratings tab on the issuer/entity page on [www.moody's.com](http://www.moody's.com) for the most updated credit rating action information and rating history.



## Detailed Rating Considerations

### WEAK TENGE EXCHANGE RATE AND STABLE OPERATING RESULTS IMPROVED PROFITABILITY OF UPSTREAM OPERATIONS

In 2016, KMG's oil production, taking into account its share in joint ventures, amounted to 22.6 million tonnes (mt), unchanged as compared to the 2015 level. KMG currently accounts for more than a quarter of Kazakhstan's total crude oil output. Approximately 53.8% of KMG's oil production in 2016 was attributed to its key upstream subsidiary KazMunaiGas Exploration & Production (KMG EP, rating withdrawn), in which KMG holds a 63.21% share. In 2016 KMG EP produced 245 kbopd of oil, including oil attributable to KMG EP via its proportionate interests in its JVs and associates - Kazgermunai, CCEL and PKI, and plans to slightly grow production to about 246 kbopd in 2017. KMG EP's key production subsidiaries are Ozenmunaigas, which produced 5.6 mt in 2016, and Embamunaigas, which produced 2.8 mt during the same period. The balance of KMG's oil production relates to KMG's participation in joint ventures provides a substantial contribution to its oil production: KMG's 20% share in Tengizchevroil (TCO) joint venture contributed 5.5 mt to the company's total oil production in 2016 and 50% share in MangistauMunaiGas (MMG) contributed 3.1 mt attributable to the company. A further 1 mt of total oil output is contributed by KMG's wholly owned subsidiary KMG Karachaganak, which holds a 10% share in Karachaganak PSA. The company's consolidated production of gas increased to 7.4 bcm in 2016, compared with 7.2 bcm in 2015, primarily due to increased gas production by TCO. More than 60% of gas is produced by TCO and Karachaganak.

We note that the break-even oil price for different entities within KMG group varies widely depending on their oilfield geology, level of depletion and ability to control social costs, with KMG EP being one of the highest-cost producers and TCO and MMG - the lowest.

The sharp fall in oil prices in the second half of 2014 and further in 2015 negatively affected the profitability and cash flow generation of KMG's upstream operations. Average annual oil prices fell to \$43.7/barrel (bbl) in 2016, compared with \$52.4/bbl in 2015 and \$98.97/bbl in 2014. Oil prices started to fall from 2H 2014. However, substantial depreciation of Kazakhstani tenge, after the central bank of Kazakhstan abandoned control of its exchange rate effectively allowing the tenge exchange rate to float freely, occurred only in August 2015. Lower currency exchange rate offset lower commodity prices in export markets, but only since the second half of 2015. This mismatch in the timing of weakening oil prices and local currency depreciation contributed to fairly weak results in 2015 and recovery of results in 2016 due to full-year impact of weak local currency in 2016, which averaged USD/KZT343 in 2016 compared with USD/KZT222 in 2015. In particular, KMG EP's EBITDA improved to KZT207 billion in 2016 (2015: KZT9 billion) while its free cash flows improved to KZT98 billion (2015: -KZT125 billion). Recovery in EBITDA and cash flows of KMG's upstream subsidiaries caused contribution of upstream segment to consolidated EBITDA (excluding share of profits in JVs and associates) to grow to 37% in 2016 from 14% in 2015. If oil prices are sustained at about \$50/bbl following OPEC/non-OPEC deal sign-off in 4Q 2016, the upstream segment's contribution can further grow to about 40%-45% of consolidated EBITDA in 2017.

The growth potential of KMG EP is limited. The company's efforts will be focused on mitigating the production decline at depleting traditional production oilfields. We expect that KMG EP's oil output will gradually decrease going forward. In the longer term, however, KMG's oil production and cash flow generation will be supported by the ramp-up of its key exploration and production projects, including: (1) Kashagan, where commercial production started in November 2016 and which currently produces 180-200 kbopd, from which the group expects to receive approximately 2 million tonnes per annum (mtpa) following its ramp up; and (2) the second development stage of TCO which will increase its total production to 39 mtpa starting from 2022 from current 27 mtpa at a total budgeted cost of \$36.8 billion.

### KASHAGAN LAUNCH AND KBV's ADVANCED OIL SALE TRANSACTION REDUCE EXECUTION RISKS AND PRESSURE ON KMG'S CASH FLOWS

KMG participates in the Kashagan PSA via a 50% interest in KMG Kashagan B.V. (KBV), an unconsolidated associate company, which holds a 16.88% stake in the North Caspian Sea Production Sharing Agreement, under which the project is being developed. The field was launched in 4Q2016. The company expects that Kashagan will reach a production plateau of 370 kbpd by the middle of 2018. According to Kazakhstan's Energy Ministry, oil production at Kashagan will grow to 4-8 mtpa in 2017 (from 1 mt in 2016), further increasing to 11 mt in 2018 and 13 mtpa in 2019-20.

The ramp-up of Kashagan shall bring KMG's annual oil production (including pro-rata share in joint ventures and associates, taking into account a 50% stake in KBV managed on behalf of Samruk-Kazyna (SK), Kazakhstan's sovereign wealth fund owning effectively 8.44%



in Kashagan) to above 24 mtpa (about 480,000 barrels of oil per day (bopd)) by 2019 from 22.6 mtpa (452,000 bopd) in 2016. This boost will help improve KMG's business profile amid relatively flat production levels at its own fields.

Also, Kashagan's launch reduces the risks of further capex-related cash calls on KMG. KMG has provided a total of \$0.4 billion in equity injections to KBV to fund its pro-rata share of capex commitments in 2016 while further capex needs will be covered by the project's cash flows.

Kashagan's launch triggers amortisation of a \$2.3 billion loan at KBV, which had to be repaid in 2016-18. This could put pressure on KMG to repay this loan. However, in November 2016, KBV, as seller, entered into a transaction with Vitol S.A. (not rated), as offtaker, relating to the advanced sale by KBV of crude oil produced at the Kashagan (the advanced oil sale transaction). The advance payment received in December 2016 amounted to \$1.0 billion, which relates to 6.9 million tonnes of crude oil to be delivered between 2017 and 2021, and was used to repay the first tranche of the loan. This oil prepayment, set up at KBV level, amortises in 2018-21 and offsets the pressure on KMG's liquidity and leverage as the company will not have to fund KBV's loan repayment during the period when KBV's cash flows from Kashagan project are not yet sufficient to repay this loan. KMG might consider increasing the amount under the advanced oil sale transaction, if KBV's cash flows are not sufficient to repay the remaining balance of the loan of \$1.5 billion, to avoid any impact on KMG's balance sheet.

#### MOODY'S ADJUSTED LEVERAGE REMAINS ELEVATED DUE TO OIL PREPAYMENTS

KMG's total debt, as adjusted by Moody's, amounted to \$12.8 billion as of 31 December 2016 (2015: \$10.2 billion). This amount includes \$3 billion of oil prepayments received from Vitol S.A. in 2016, which we treat as a debt-like item and add to financial debt. KMG reduced its debt substantially in 2015, with total adjusted debt decreasing by 47% year-on-year in USD terms. Deleveraging followed the sale of a 50% stake in KMG Kashagan B.V. for \$4.7 billion to Samruk-Kazyna in October 2015 and happened as a result of deconsolidation of KBV's \$2.2 billion debt, repayment of \$5.2 billion of Eurobonds during 2015 and a number of other bilateral facilities and Eurobonds by KMG and its subsidiaries.

KMG's leverage, as measured by Moody's-adjusted debt/EBITDA, will be elevated in 2017, at about 5x by the end of 2017 due to our treatment of prepayments from Vitol S.A. (\$3 billion) as a debt-like item, of which only \$0.75 will amortise by the year-end 2017, and due to placement of \$2.75 billion of Eurobonds in 2017. At the same time, KMG's sizeable cash balances shall contain Moody's-adjusted net debt/EBITDA at about 2.7x-3.2x in 2017.

We expect KMG to remain free cash flow negative in 2017 due to substantial capex on refining assets in 2017. Additional pressure on KMG's operating cash flows will result from lower dividends it receives from its associates, unless TCO, which accounted for approximately a third of KMG's total dividend income in 2015, pays meaningful dividends in 2017.

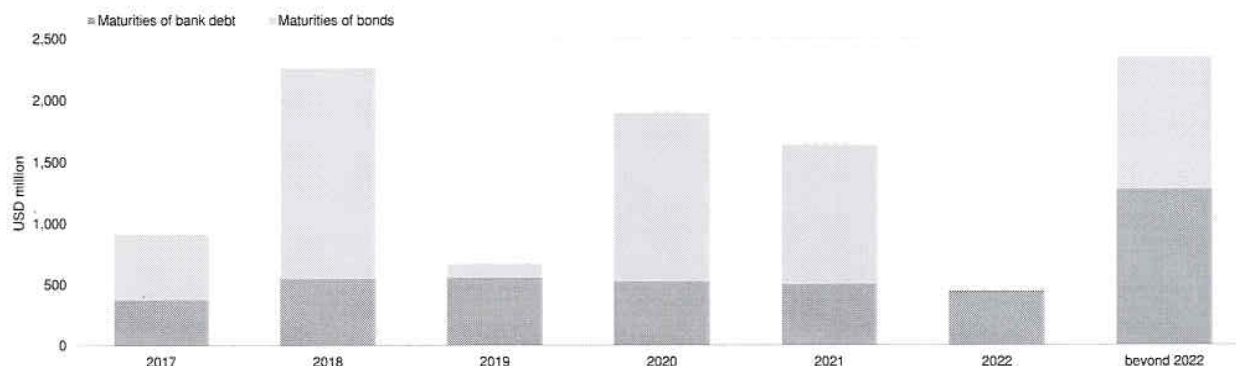
We note that Samruk-Kazyna provided KMG with a call option to buy back all or part of this stake between 1 January 2018 and 31 December 2020. Although we do not envisage that Samruk-Kazyna will force KMG to exercise this option if oil prices remain low, we believe that it will be in the fund's interests to sell at least part of this stake back to KMG as quickly as practically possible to improve its own liquidity profile and repay \$1.5 billion of external debt that it borrowed for this acquisition. If KMG were to buy back this stake between 2018 and 2020, it would substantially increase its debt, which would lead to the deterioration of its credit profile.

#### Liquidity Analysis

We assess KMG's liquidity profile as adequate. As of 31 December 2016, the company had sizeable Moody's adjusted cash and cash equivalents balances of \$6.3 billion. In addition, KMG received \$2.75 billion from Eurobonds placed in 2Q 2017. These balances, complemented by operating cash flows of about \$1 billion in 2017, will be sufficient to cover KMG's investments and debt repayments in 2017-2018. KMG's capital expenditure will be elevated in 2017, at approximately \$1.7 billion, owing to the company's refinery modernization programme. We expect KMG's capex to decrease substantially from 2018 to about \$1 billion per year. KMG has about \$0.9 billion of debt maturing in 2017 and \$2.3 billion in 2018 (including \$1.6 billion of Eurobonds). We positively note the availability for drawdown of short-term revolving credit facilities of up to \$0.5 billion and long-term credit facilities of \$1.1 billion.

KMG is currently subject to several covenants, which set thresholds of net debt/EBITDA below 3.5x (loans, bonds), net debt/net capitalisation below 0.55x (loans) and consolidated material subsidiaries' debt/material subsidiaries' EBITDA below 2.5x (loans). We expect that KMG will remain in compliance with all of its covenants in the next 12-18 months.

Exhibit 2  
KMG's debt maturity profile as of 31 December 2016



Source: Company data

### Profile

Headquartered in Astana, Kazakhstan, JSC NC KazMunayGas is Kazakhstan's national oil and gas company. Via its core KazMunayGas Exploration & Production subsidiary and participation in a number of projects, KMG is the largest producer of crude oil in Kazakhstan, and its subsidiaries KazTransGas, Intergas Central Asia and KazTransOil operate the country's pipeline infrastructure. KMG also controls Kazakhstan's downstream sector. KMG is mandated by the state to protect its interests in the oil & gas sector. KMG is 100% owned by the Government of Kazakhstan, 90% via its Samruk-Kazyna holding, and 10% via the National Bank of the Republic of Kazakhstan (not rated). In 2016, KMG group produced 22.6 million tonnes of oil and 7.4 billion cubic meters of gas. For the year ended 31 December 2016, KMG's EBITDA, as adjusted by Moody's, totaled KZT935 billion.

### Rating Methodology and Scorecard Factors

We determine KMG's underlying credit quality, reflected in the BCA, by applying our Global Integrated Oil & Gas Industry rating methodology published in October 2016. This results in a B1 rating outcome, including a 5-notch discount that reflects constraints related to government's policy goals. KMG's current BCA is 1 notch higher than the grid-indicated outcome, reflecting substantial debt reduction that took place in 2015 and our expectation that the company will be able to maintain adequate credit profile under low oil price environment. A 3-notch rating uplift from the BCA reflects our assumptions of high level of support provided to KazMunayGas by the government of Kazakhstan.



Exhibit 3

## Rating Factors

KazMunayGas NC JSC

Integrated Oil & Gas Industry Grid [1][2]	Current FY 31/12/2016		Moody's 12-18 Month Forward View As of June 2017 [3]	
	Measure	Score	Measure	Score
<b>Factor 1 : Scale (25%)</b>				
a) Average Daily Production (Mboe/d)	578.4	A	600 - 620	A
b) Proved Reserves (Million boe)	7,907.4	Aa	7500 - 8500	Aa
c) Total Crude Distillation Capacity (mmbbl/day)	374.2	Ba	330 - 340	Ba
<b>Factor 2 : Business Position (20%)</b>				
a) Business Position	Baa	Baa	Baa	Baa
<b>Factor 3 : Profitability and Returns (10%)</b>				
a) EBIT/Average Book Capitalisation	7.3%	Ba	7% - 8%	Ba
b) Downstream EBIT/Total Throughput Barrels (\$/bbl)	\$3.1	Baa	\$2 - \$3	Ba
<b>Factor 4 : Financial Policy (20%)</b>				
a) Financial Policy	Baa	Baa	Baa	Baa
<b>Factor 5 : Leverage and Coverage(25%)</b>				
a) EBIT / Interest Expense	3.4x	Ba	3x - 3.3x	Ba
b) Retained Cash Flow/Net Debt	18.3%	Ba	13% - 15%	Ba
c) Total Debt/Capital	39.4%	A	45% - 48%	Baa
<b>Rating:</b>				
Indicated Rating from Grid Factor 1-5		Baa2		Baa2
<b>Rating Drag</b>	5	5	5	5
a) Indicated Rating from Grid		B1		B1
b) Actual Rating Assigned				Baa3
<b>Government-Related Issuer</b>	<b>Factor</b>			
a) Baseline Credit Assessment	ba3			
b) Government Local Currency Rating	Baa3			
c) Default Dependence	High			
d) Support	High			
e) Final Rating Outcome	Eaa3			

[1] All ratios are based on 'Adjusted' financial data and incorporate Moody's Global Standard Adjustments for Non-Financial Corporations.

[2] As of 31/12/2016; Source: Moody's Financial Metrics

[3] This represents Moody's forward view, not the view of the issuer, and unless noted in the text, does not incorporate significant acquisitions and divestitures.

Source: Moody's Investors Service

## Ratings

Exhibit 4

Category	Moody's Rating
<b>KAZMUNAYGAS NC JSC</b>	
Outlook	Negative
Issuer Rating	Baa3
Senior Unsecured	Baa3
<b>JSC KAZTRANS GAS</b>	
Outlook	Negative
Issuer Rating	Baa3
<b>KAZMUNAIGAZ FINANCE SUB B.V.</b>	
Outlook	Negative
Bkd Senior Unsecured	Baa3
<b>INTERGAS FINANCE B.V.</b>	
Outlook	Negative
Bkd Senior Unsecured	Baa3
<b>INTERGAS CENTRAL ASIA</b>	
Outlook	Negative
Issuer Rating	Baa3
<b>JSC KAZTRANSOIL</b>	
Outlook	Negative
Corporate Family Rating	Baa3
Issuer Rating	Baa3

Source: Moody's Investors Service



© 2017 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. AND ITS RATINGS AFFILIATES ("MIS") ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. AND MOODY'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND MOODY'S OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR MOODY'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES MOODY'S PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS OR MOODY'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER. ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the Moody's publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,500,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody's.com](http://www.moody's.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 396969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 393569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761C of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors; it would be reckless and inappropriate for retail investors to use MOODY'S credit ratings or publications when making an investment decision. If in doubt you should contact your financial or other professional adviser.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJJK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJJK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJJK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJJK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from JPY 200,000 to approximately JPY 350,000,000.

MJJK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

REPORT NUMBER 1066669

## АО НК «КазМунайГаз»: обновление анализа ключевых факторов, определяющих рейтинг

---

### Краткое обоснование рейтинга

Учитывая структуру собственности АО НК «КазМунайГаз» (КМГ), мы относим компанию к категории эмитентов, связанных с правительством (ЭСП), и для определения ее рейтинга применяем Методологию рейтингования ЭСП. Присвоенный компании рейтинг эмитента Ваа3 включает в себя следующие компоненты: (1) базовую оценку кредитоспособности Ва3, которая оценивает самостоятельную фундаментальную кредитоспособность группы; (2) рейтинг правительства Казахстана Ваа3 с негативным прогнозом; (3) высокую степени взаимозависимости риска дефолта государства и компании; а также (4) наши предположения о высоком уровне поддержки со стороны государства в случае необходимости.

Базовая оценка кредитоспособности КМГ Ва3 отражает: (1) наши ожидания стабильного уровня добычи нефти и газа, стабилизации объема транспортировки нефти и восстановления объема транспортировки газа в 2017-18 годах; (2) ожидания того, что показатели кредитоспособности компании останутся приемлемыми, хотя скорректированный Moody's показатель долговой нагрузки будет повышенным из-за отнесения предоплат по договорам поставки нефти к долгу, а также из-за отрицательного свободного денежного потока, ожидаемого в 2017 году, возможно восстанавливающегося до нулевого или незначительно положительного уровня в 2018 году; (3) социальную ответственность компании, которая в определенной степени ограничивает ее возможности по оптимизации расходов, в особенности, связанных с рабочей силой; и (4) изменяющуюся корпоративную структуру и риски, связанные с приватизацией ряда дочерних компаний, поскольку сроки и условия приватизации окончательно не определены.

Наша предположение о высоком уровне поддержки со стороны правительства отражает стратегическую важность группы для Казахстана. Предположение о высокой степени взаимозависимости дефолтов отражает подверженность КМГ вмешательству со стороны правительства, меняющийся внутренний налоговый режим Казахстана и подверженность группы рискам, связанным с казахстанской банковской системой. Мы также понимаем, что углеводородный сектор, в котором функционирует КМГ, вносит значительный вклад в экономику Казахстана.

Через холдинг «Самрук-Казына» (рейтинг не присвоен) правительство оказывает значительное влияние на стратегию и деятельность КМГ, в том числе на состав активов и их распределение, назначение топ-менеджеров и членов совета директоров, инвестиции, финансовую политику и управление рисками. КМГ пользуется преимущественным правом на приобретение лицензий на разведку и разработку месторождений, а также на участие в соглашениях о разделе продукции (СРП).



## Сильные стороны

- Высокий уровень государственной поддержки, последовательно оказываемой правительством
- Хороший уровень ликвидности компании, обеспечиваемый значительными денежными средствами на ее счетах, получением предоплат по договорам поставки нефти и доступными кредитными линиями
- Запуск проекта «Кашаган»
- Восстановление показателей сегмента разведки и добычи, поддерживаемое слабой национальной валютой

## Слабые стороны

- Финансовые показатели чувствительны к изменениям цены на нефть
- Модернизация нефтеперерабатывающих заводов задержит процесс снижения долговой нагрузки
- Неопределенность относительно последствий возможной приватизации нефтеперерабатывающих заводов и выкупа доли в KMG Kashagan B.V.

## Прогноз по рейтингу

Негативный прогноз по рейтингу КМГ соответствует негативному прогнозу по суверенному рейтингу и отражает тот факт, что возможное понижение суверенного рейтинга Казахстана может привести к понижению рейтингов компании.

## Предпосылки для повышения рейтинга

- Повышение суверенного рейтинга Казахстана, при условии, что операционные и финансовые показатели компании, положение на рынке и ликвидность будут соответствовать нашим текущим ожиданиям, и вероятность получения компанией чрезвычайной государственной поддержки в случае серьезного ухудшения ее финансового состояния не снизится

## Предпосылки для понижения рейтинга

- Понижение суверенного рейтинга Казахстана и/или снижение странового потолка по долговым обязательствам в иностранной валюте
- Неспособность поддерживать устойчивое отношение скорректированного нераспределенного денежного потока к чистому долгу выше 20%
- Негативные изменения в уровне государственной поддержки



## Ключевые показатели

Рис. 1

Ключевые показатели [1]

АО НК «КазМунайГаз»

	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
ЕВИТ / Средняя балансовая капитализация	7.3%	8.9%	12.3%	14.3%	14.2%
ЕВИТ / Расходы по процентам	3.4x	3.9x	4.7x	5.6x	5.6x
Нераспределенный денежный поток / Чистый долг	18.3%	20.5%	20.2%	41.4%	38.5%
Общий долг / Балансовая капитализация	39.4%	35.3%	43.3%	38.6%	39.1%

[1] Все показатели приведены с учетом стандартных корректировок Moody's для нефинансовых организаций

Источник: Moody's Financial Metrics

## Подробный анализ рейтинговых факторов

### СЛАБЫЙ ОБМЕННЫЙ КУРС ТЕНГЕ И СТАБИЛЬНЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРИВЕЛИ К УЛУЧШЕНИЮ ПРИБЫЛЬНОСТИ СЕГМЕНТА РАЗВЕДКИ И ДОБЫЧИ

В 2016 г. объем добычи нефти КМГ, с учетом доли в совместных предприятиях, составил 22,6 млн тонн, что сопоставимо с уровнем добычи в 2015 г. В настоящее время КМГ добывает более четверти всей нефти в Казахстане. В 2016 г. около 53,8% всей добычи нефти КМГ приходилось на одно из его основных добывающих дочерних обществ АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (РД КМГ, рейтинг отозван), в котором доля КМГ составляет 63,21%. В 2016 г. среднесуточная добыча нефти РД КМГ составила 245 тыс б.н.э./сут., включая объем добычи, приходящийся на РД КМГ через его пропорциональную долю в совместных и ассоциированных предприятиях – Казгермунай, ССЕЛ и ПКИ. Компания планирует незначительно нарастить объем добычи до 246 тыс б.н.э./сут. в 2017 г. Основные добывающие дочерние общества РД КМГ – Озенмунайгаз, которое в 2016 г. добыло 5,6 млн тонн, и Эмбамунайгаз, которое добыло 2,8 млн тонн в том же периоде. Остальная часть нефти, добытой КМГ, относится к его участию в совместных предприятиях, которые составляют существенную часть его общей добычи нефти: в 2016 г. на 20% долю КМГ в совместном предприятии ТОО СП «Тенгизшевройл» (ТШО) пришлось 5,5 млн тонн добычи нефти, на 50% долю КМГ в «Мангистаумунайгаз» (ММГ) – 3,1 млн тонн. Дополнительный 1 млн тонн добычи нефти приходится на 100% дочернее общество КМГ – ТОО «КМГ Карачаганак», которому принадлежит 10% доля в соглашении о разделе продукции по месторождению Карачаганак. В 2016 г. общий объем добычи газа компании увеличился до 7,4 млрд кубометров по сравнению с 7,2 млрд кубометров в 2015 г., главным образом в связи с увеличением объемов добычи газа ТШО. Более 60% газа добывается на проектах ТШО и Карачаганак.

Мы отмечаем, что уровень безубыточных цен на нефть значительно варьируется для различных компаний группы КМГ в зависимости от геологии их месторождений, уровня истощения запасов и способности контролировать социальные расходы. РД КМГ характеризуется самым высоким уровнем затрат, а ТШО и ММГ – самым низким.

Резкое падение цен на нефть во второй половине 2014 г. и далее в 2015 г. отрицательно сказалось на прибыльности и денежных потоках добывающего бизнеса КМГ. Среднегодовые цены на нефть

снизились до 43,7 долл./барр. в 2016 г., по сравнению с 52,4 долл./барр. в 2015 г. и 98,97 долл./барр. в 2014 г. Снижение цен на нефть началось со второй половины 2014 г. Однако существенное обесценение казахстанского тенге после отмены валютного контроля со стороны Центрального Банка Казахстана, что фактически означало переход к свободно плавающему курсу тенге, произошло лишь в августе 2015 г. Ослабление национальной валюты компенсировало снижение экспортных цен на товарных рынках, но только начиная со второй половины 2015 г. Временное несоответствие между снижением цен на нефть и обесценением национальной валюты привело к слабым финансовым результатам в 2015 г. и восстановлению показателей в 2016 г. благодаря эффекту слабой национальной валюты, который наблюдался в течение всего 2016 г.: средний курс тенге к доллару США в 2016 г. составил 343 тенге/долл., в 2015 г. – 222 тенге/долл. В частности, показатель EBITDA РД КМГ увеличился в 2016 г. до 207 млрд тенге (в 2015 г. – 9 млрд тенге), в то время как свободный денежный поток увеличился до 98 млрд тенге (в 2015 г. – -125 млрд тенге). Восстановление EBITDA и денежных потоков добывающих дочерних обществ КМГ привело к увеличению доли сегмента разведки и добычи в консолидированном показателе EBITDA (за исключением доли в прибыли совместных и ассоциированных компаний) до 37% в 2016 г. по сравнению с 14% в 2015 г. В случае сохранения цены на нефть на уровне 50 долл./барр. в результате соглашения, подписанного между странами ОПЕК и странами, не входящими в ОПЕК, в 4 квартале 2016 г., доля сегмента разведки и добычи в консолидированном показателе EBITDA может возрасти до 40-45% в 2017 г.

Потенциал роста РД КМГ ограничен. Усилия компании будут направлены на нивелирование снижения добычи на истощающихся традиционных нефтяных месторождениях. Мы ожидаем, что объемы добычи РД КМГ будут постепенно снижаться в будущем. Однако в долгосрочной перспективе объем добычи и денежные потоки КМГ будут поддерживаться за счет развития ключевых проектов в сегменте разведки и добычи, включая: (1) проект «Кашаган», где в ноябре 2016 г. была начата коммерческая добыча, и в настоящее время добывается около 180-200 тыс. б.н.э./сут.; группа ожидает получения от этого проекта около 2 млн. тонн нефти ежегодно после его выхода на полку добычи; и (2) второй этап разработки ТШО, который увеличит его общую добычу до 39 млн тонн в год с 2022 г. по сравнению с текущим объемом 27 млн тонн в год. Общая величина запланированных инвестиций в данный проект составляет 36,8 млрд долл.

#### ЗАПУСК ПРОЕКТА «КАШАГАН» И ДОГОВОР НА ПОСТАВКУ НЕФТИ KBV НА УСЛОВИЯХ ПРЕДОПЛАТЫ СНИЖАЮТ РИСКИ ИСПОЛНЕНИЯ ПРОЕКТОВ И ДАВЛЕНИЕ НА ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ КМГ

КМГ участвует в соглашении о разделе продукции по месторождению Кашаган посредством 50% доли участия в KMG Kashagan B.V. (KBV), неконсолидируемой ассоциированной компании, которая владеет 16,88% долей в соглашении о разделе продукции по Северному Каспию, в соответствии с которым разрабатывается проект. Коммерческая добыча на месторождении началась в 4 квартале 2016 г. Компания ожидает выход проекта «Кашаган» на полку добычи в объеме 370 тыс барр./сут. к середине 2018 г. Согласно Министерству Энергетики Казахстана, добыча нефти на месторождении Кашаган возрастет до 4-8 млн тонн/год в 2017 г. (с 1 млн тонн в 2016 г.), с последующим ростом до 11 млн тонн в 2018 г. и 13 млн тонн/год в 2019-2020 гг.

Разработка месторождения Кашаган увеличит годовую добычу нефти КМГ (включая его пропорциональную долю в совместных и ассоциированных предприятиях, с учетом 50% доли в



KBV, которая управляется от имени фонда национального благосостояния Казахстана «Самрук-Казына», эффективная доля которого в проекте «Кашаган» составляет 8,44%) до 24 млн тонн в год (около 480 000 баррелей нефти в день) к 2019 г. с 22,6 млн тонн в год (452 000 баррелей нефти в день) в 2016 г. Это поможет улучшить бизнес-профиль КМГ в условиях относительно неизменных уровней добычи на его собственных месторождениях.

Запуск проекта «Кашаган» также снижает риски дальнейших требований денежных взносов со стороны КМГ в уставный капитал для финансирования капитальных вложений. В 2016 г. КМГ внес 0,4 млрд долл. в капитал KBV для финансирования своей пропорциональной доли обязательств инвестиционного характера, далее капитальные вложения будут финансироваться за счет денежных потоков проекта.

Запуск проекта «Кашаган» привел к началу погашения займа KBV в размере 2,3 млрд долл., который подлежал погашению в 2016-2018 гг. Необходимость погашения этого займа могла оказать давление на КМГ. Однако, в ноябре 2016 г. KBV в качестве продавца заключил договор с Vitol S.A. (рейтинг не присвоен) в качестве оффтейкера в отношении продажи на условиях предоплаты нефти, добытой на месторождении Кашаган (сделка по предварительной продаже нефти). Полученная в декабре 2016 г. предоплата за поставку 6,9 млн тонн нефти в период между 2017 и 2021 гг. в размере 1 млрд долл. была направлена на погашение первого транша займа. Эта предоплата под поставку нефти, привлеченная на уровне KBV, погашается в 2018-2021 гг. и нивелирует давление на ликвидность и долговую нагрузку КМГ, в связи с тем, что компании не придется финансировать погашение займа KBV в течение периода, когда денежные потоки KBV от проекта «Кашаган» будут недостаточными для погашения данного займа. КМГ может увеличить размер предоплаты в рамках сделки по предварительной продаже нефти, в случае недостаточности денежных потоков KBV для выплаты остатка задолженности по займу в размере 1,5 млрд долл., чтобы избежать влияния на баланс КМГ.

#### СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ОСТАЕТСЯ НА ПОВЫШЕННОМ УРОВНЕ ИЗ-ЗА ПОЛУЧЕННЫХ ПРЕОПЛАТ ЗА ПОСТАВКИ НЕФТИ

Скорректированный Moody's долг КМГ составил 12,8 млрд долл. на 31 декабря 2016 г. (2015 г.: 10,2 млрд долл.). Эта цифра включает предоплаты за поставки нефти, полученные от Vitol S.A. в 2016 г. в размере 3 млрд долл., которые мы рассматриваем в качестве долгового обязательства и добавляем к финансовому долгу. В 2015 году КМГ существенно сократил уровень долга, снизив скорректированный долг в долларовом выражении на 47% год к году. Сокращение долга произошло после продажи фонду «Самрук-Казына» 50% доли в KMG Kashagan B.V. за 4,7 млрд долл. в октябре 2015 г., вследствие деконсолидации долга KMG Kashagan B.V. в размере 2,2 млрд долл., погашения еврооблигаций на сумму 5,2 млрд долл. в 2015 г., а также погашения прочих еврооблигаций и займов КМГ и его дочерних компаний.

Уровень долговой нагрузки КМГ, измеряемый скорректированным Moody's показателем долг/ЕБИТДА, останется на высоком уровне в 2017 г. и составит около 5х на конец 2017 г. вследствие того, что мы относим предоплаты от Vitol S.A. (3 млрд долл.) к долгу, из которых только 0,75 млрд долл. будет погашено к концу 2017 г., а также вследствие размещения еврооблигаций на 2,75 млрд долл. в 2017 г. В то же время, значительная величина остатков



денежных средств позволит КМГ сохранить скорректированный Moody's показатель чистый долг/EBITDA на уровне 2.7х-3.2х в 2017 г.

Мы ожидаем, что в 2017 г. свободный денежный поток КМГ останется отрицательным вследствие существенных капитальных вложений в сегменте переработки. Дополнительное давление на операционный денежный поток КМГ окажет сокращение дивидендных выплат ассоциированных компаний, если выплаты дивидендов ТШО, которые составили треть дивидендного дохода КМГ в 2015 г., не окажутся существенными в 2017 г.

Мы отмечаем, что «Самрук-Казына» предоставил КМГ колл-опцион на обратный выкуп всей или части доли в KBV в период с 1 января 2018 г. по 31 декабря 2020 г. Хотя мы не считаем, что «Самрук-Казына» потребует от КМГ исполнения опциона в случае, если цены на нефть останутся низкими, мы полагаем, что фонд заинтересован в продаже по крайней мере части этой доли КМГ в максимально короткий срок, чтобы улучшить собственную ликвидность и выплатить внешний долг в размере 1,5 млрд долл., который был привлечен для покупки этого актива. Если КМГ выкупит эту долю в период с 2018 по 2020 гг., то это приведет к существенному росту долга и ухудшению кредитоспособности.

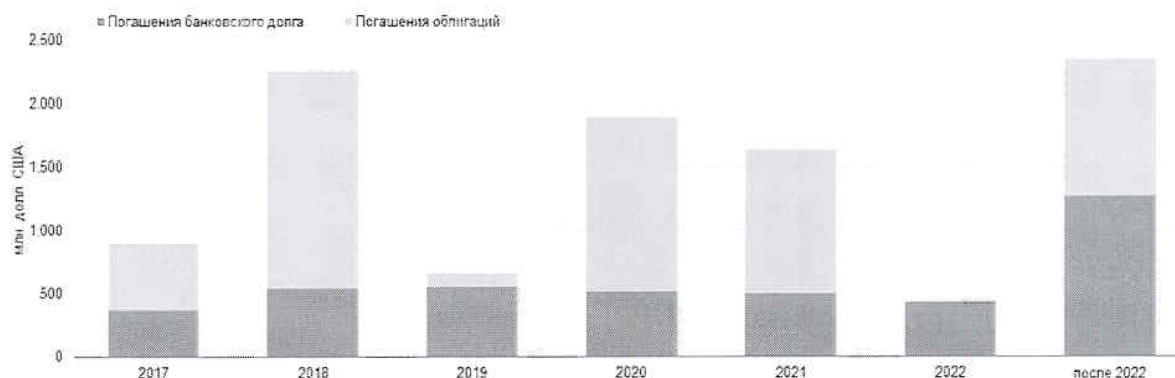
### Анализ ликвидности

Мы оцениваем уровень ликвидности КМГ как приемлемый. По состоянию на 31 декабря 2016 г. скорректированная Moody's величина денежных остатков и депозитов составила 6,3 млрд долл. Кроме того, во втором квартале 2017 г. КМГ получил 2,75 млрд долл. от размещения еврооблигаций. Эти денежные средства, а также операционный денежный поток в размере около 1 млрд долл. за 2017 г., позволят покрыть инвестиционные расходы и погашения долга КМГ в 2017-2018 гг. Вследствие проведения программы модернизации нефтеперерабатывающих заводов, уровень капитальных затрат КМГ в 2017 г. будет существенным – около 1,7 млрд долл. Мы ожидаем, что уровень капитальных затрат КМГ сократится до 1 млрд долл. в год начиная с 2018 г. Погашения долга КМГ составят 0,9 млрд долл. в 2017 г. и 2,3 млрд долл. в 2018 г. (в том числе 1,6 млрд долл. еврооблигаций). Мы отмечаем возможность использования компанией краткосрочных возобновляемых кредитных линий в сумме до 0,5 млрд долл. и долгосрочных кредитных линий в размере 1,1 млрд долл.

В настоящее время КМГ обязан соблюдать ряд ковенантов, которые устанавливают пороговое значение показателя чистый долг/EBITDA не выше 3,5х (кредиты, облигации), чистый долг/чистая капитализация не выше 0,55х (кредиты) и долг крупных дочерних компаний/EBITDA крупных дочерних компаний не выше 2,5х (кредиты). Мы ожидаем, что КМГ продолжит соблюдать все условия ковенантов на протяжении следующих 12-18 месяцев.

Рис. 2.

График погашения долга КМГ на 31 декабря 2016 г.



Источник: данные компании

## Профиль компании

АО НК «КазМунайГаз», головной офис которого расположен в Астане (Казахстан), является казахстанской национальной нефтегазовой компанией. Благодаря своему ключевому активу – дочерней компании АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» – и участию в ряде проектов, КМГ является крупнейшей нефтедобывающей компанией в Казахстане, а его дочерние компании АО «КазТрансГаз», АО «Интергаз Центральная Азия» и АО «КазТрансОйл» управляют трубопроводной инфраструктурой страны. КМГ также контролирует нефтеперерабатывающую отрасль Казахстана. КМГ уполномочен государством защищать его интересы в нефтегазовом секторе. Правительству Казахстана принадлежит 100% акций КМГ: 90% через фонд «Самрук-Казына» и 10% через Национальный Банк Республики Казахстан (рейтинг не присвоен). В 2016 г. группа КМГ добыла 22,6 млн тонн нефти и 7,4 млрд кубометров газа. За год, закончившийся 31 декабря 2016 года, скорректированный Moody's показатель EBITDA составил 935 млрд тенге.

## Рейтинговая методология и скоринговые факторы.

Мы определяем базовую кредитоспособность КМГ, отраженную в базовой оценке кредитоспособности, путем применения Глобальной методологии рейтингования интегрированных нефтегазовых компаний, опубликованной в октябре 2016 года. Таким образом, рейтинг КМГ позиционируется на уровне B1, учитывая понижение на 5 ступеней рейтинговой шкалы, отражающее ограничения, связанные с целями государственной политики. Текущая базовая оценка кредитоспособности КМГ находится на одну ступень рейтинговой шкалы выше, чем результат, полученный по скоринговой таблице, что отражает существенное сокращение долга в 2015 г. и наши ожидания, что компания будет способна поддерживать приемлемый уровень кредитоспособности в условиях низких цен на нефть. Позиционирование рейтинга на 3 ступени рейтинговой шкалы выше базовой оценки кредитоспособности отражает наши предположения о высоком уровне поддержки КМГ со стороны правительства Казахстана.

Рис. 3.

Скоринговые факторы

АО НК «КазМунайГаз»

Скоринговая таблица для интегрированных нефтегазовых компаний [1][2]	На 31.12.2016		Прогноз Moody's на 12-18 мес. по состоянию на июнь 2017 [3]	
	Метрика	Показатель	Метрика	Показатель
<b>Критерий 1: Масштаб бизнеса (25%)</b>				
а) Среднесуточная добыча (млн б.н.э./сут.)	578.4	A	600 – 620	A
б) Доказанные запасы углеводородов (млн б.н.э)	7,907.4	Aa	7500 – 8500	Aa
в) Суммарная мощность по первичной переработке нефти (млн барр./сут.)	374.2	Ba	330 - 340	Ba
<b>Критерий 2: Профиль компании (20%)</b>				
а) Профиль компании	Baa	Baa	Baa	Baa
<b>Критерий 3: Прибыльность (10%)</b>				
а) EBIT / Средняя балансовая капитализация	7.3%	Ba	7% - 8%	Ba
б) EBIT в сегменте «переработка и реализация» / Общее кол-во переработанных барр. (долл./барр.)	\$3.1	Baa	\$2 - \$3	Ba
<b>Критерий 4: Финансовая политика (20%)</b>				
а) Финансовая политика	Baa	Baa	Baa	Baa
<b>Критерий 5: Долговая нагрузка и коэффициенты покрытия долга (25%)</b>				
а) EBIT / Расходы по процентам	3.4x	Ba	3x – 3.3x	Ba
б) Нераспределенный денежный поток / Чистый долг	18.3%	Ba	13% - 15%	Ba
в) Общий долг / Балансовая капитализация	39.4%	A	45% - 48%	Baa
<b>Рейтинг:</b>				
Рейтинг согласно критериям 1-5		Baa2		Baa2
<b>Дисконт</b>	5	5	5	5
а) Рейтинг согласно скоринговой таблице		B1		B1
б) Фактически присвоенный рейтинг				Baa3
<b>Эмитент, связанный с правительством</b>	<b>Фактор</b>			
а) Базовая оценка кредитоспособности	ba3			
б) Рейтинг правительства в местной валюте	Baa3			
в) Взаимозависимость дефолта	Высокая			
д) Поддержка государства	Высокая			
е) Финальный рейтинг	Baa3			

[1] Все показатели приведены с учетом стандартных корректировок Moody's для нефинансовых организаций

[2] По состоянию на 31.12.2016. Источник: Moody's Financial Metrics

[3] Показатели в данной графе основаны на прогнозах Moody's, а не эмитента; и не включают существенных приобретений или продаж активов, если это не указано напрямую

Источник: Moody's Investors Service



# Moody's

## INVESTORS SERVICE

© 2017 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. AND ITS RATINGS AFFILIATES ("MIS") ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND CREDIT RATINGS AND RESEARCH PUBLICATIONS PUBLISHED BY MOODY'S ("MOODY'S PUBLICATIONS") MAY INCLUDE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND MOODY'S OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR MOODY'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES MOODY'S PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS OR MOODY'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the Moody's Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,500,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act

# MOODY'S

## INVESTORS SERVICE

2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors. It would be reckless and inappropriate for retail investors to use MOODY'S credit ratings or publications when making an investment decision. If in doubt you should contact your financial or other professional adviser.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from JPY200,000 to approximately JPY350,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.