



“КазМунайГаз” Барлау Өндіру
акционерлік қоғамы

Қазақстан Республикасы, 010000, Астана қаласы,
Қабанбай батыр даңғылы, 17
телефон: +7 (7172) 97 74 01
факс: +7 (7172) 97 74 26

KazMunaiGas Exploration Production
Joint Stock Company

17, Kabanbay Batyr Ave.,
Astana 010000, Republic of Kazakhstan
tel: +7 (7172) 97 74 01
fax: +7 (7172) 97 74 26

Акционерное общество
“Разведка Добыча “КазМунайГаз”

Республика Казахстан, 010000, город Астана,
пр. Кабанбай батыра, 17
тел: +7 (7172) 97 74 01
факс: +7 (7172) 97 74 26

«24» 11 20 17
№ 20-15/4478

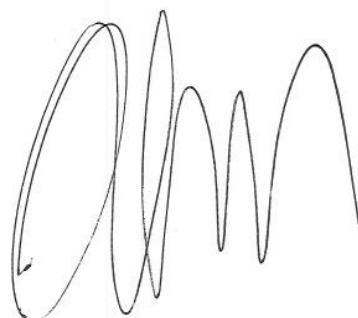
АО «Казахстанская фондовая биржа»

Настоящим АО «РД «КазМунайГаз» (далее – Общество) сообщает о понижении рейтинговым агентством Standard and Poor's долгосрочного кредитного рейтинга Общества 23.11.2017 года с «BB», прогноз - «Негативный» на «BB-»; прогноз «Стабильный».

Приложение: пресс релиз на русском и английском языке – на 22 листах.

**Финансовый директор-
Финансовый контролер**

Исп.: Шалабаева А. тел: 8 (7172) 97-75-79



Ш. Дрейдер

RatingsDirect®

Краткое обоснование изменения рейтинга:

**Рейтинги казахстанской
государственной нефтяной компании
АО НК «КазМунайГаз» понижены до
«BB-» в связи с ослаблением
государственной поддержки; прогноз —
«Стабильный»**

Ведущий кредитный аналитик:

Елена Ананькина, Москва (7) 495-783-4130; elena.anankina@spglobal.com

Содержание

Резюме

Рейтинговое действие

Обоснование

Прогноз

Описание рейтингов (компоненты)

Рейтинги выпуска долговых обязательств

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

Краткое обоснование изменения рейтинга:

Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB-» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

Резюме

- Мы полагаем, что стремление государства оказывать поддержку АО НК «КазМунайГаз» (далее – КМГ) снижается, как показывает тот факт, что Правительство Республики Казахстан терпимо относится к достаточно высокому уровню долговой нагрузки КМГ в течение многих лет, сохраняющаяся неопределенность в отношении опциона на выкуп доли в Кашаганском проекте, а также сложные и требующие много времени процедуры предоставления поддержки через АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» (далее – фонд «Самрук-Казына»).
- Мы пересматриваем в сторону понижения наше допущение относительно вероятности предоставления экстраординарной поддержки КМГ со стороны правительства и понижаем к рейтингу компании с «BB» до «BB-».
- Прогноз «Стабильный» отражает наши ожидания того, что без учета Кашаганского опциона уровень долга КМГ в целом стабилизируется, а значение свободного денежного потока от операционной деятельности (free operating cash flow – FOCF) станет положительным после завершения крупных капиталовложений в 2018 г., однако уровень долговой нагрузки останется высоким, а отношение «свободный денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале (funds from operations – FFO) / долг» составит 9–12%.

Рейтинговое действие

23 ноября 2017 г. S&P Global Ratings понизило рейтинг казахстанской национальной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз», на 100% контролируемой государством, и ее ключевой дочерней компанией АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (далее – РД КМГ) с «BB» до «BB-». Прогноз изменения рейтингов – «Стабильный».

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB-» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

Мы также понизили рейтинг КМГ по национальной шкале с «kzA» до «kzA-».

Обоснование

Понижение рейтингов отражает наши ожидания относительно снижения вероятности оказания КМГ (как и некоторым другим организациям, связанным с государством, – ОСГ) экстраординарной поддержки со стороны государства. Процедуры предоставления государственной поддержки через фонд «Самрук-Казына», на наш взгляд, довольно сложны и занимают много времени, и могут дополнительно усложниться вследствие давления со стороны фонда и возможной приватизации миноритарной доли КМГ. Мы полагаем, что Правительство Республики Казахстан в целом терпимо относится к относительно высокому уровню долговой нагрузки КМГ (как и некоторых прочих ОСГ) и предоставляло компании лишь ограниченную поддержку во время спада 2015 г. Неопределенность в отношении опциона КМГ на обратный выкуп доли в Кашагане у материнской компании, с нашей точки зрения, сохраняется, несмотря на потенциально значительное влияние на уровень долговой нагрузки и показатели ликвидности КМГ.

Правительство контролирует КМГ через фонд «Самрук-Казына», что, по нашему мнению, осложняет механизмы оказания государственной поддержки. Как и прежде, мы считаем, что именно государство, а не фонд принимает окончательные решения относительно предоставления КМГ государственной поддержки, а также что государство определяет структуру, состав активов и стратегию фонда «Самрук-Казына». Мы рассматриваем фонд «Самрук-Казына» как инструмент государства по управлению активами в различных секторах, а не как отдельную корпоративную группу.

КМГ является крупной компанией относительно других активов фонда (около 60% консолидированного показателя EBITDA), поэтому ресурсов группы недостаточно для удовлетворения всех потребностей КМГ в финансировании и любая поддержка будет зависеть от государства. Как следствие, наш рейтинг КМГ по-прежнему учитывает поддержку со стороны государства, а не группы. Мы отмечаем сохраняющуюся неопределенность стратегии фонда «Самрук-Казына» в отношении выплаты существенного объема долга перед банками и держателями облигаций на уровне материнской компании со сроками погашения в 2019–2020 гг.

В конце 2015 г. компания КМГ продала 50%-ную долю в компании Kashagan BV (которой принадлежит 16,8% в Кашаганском проекте) своему акционеру – фонду «Самрук-Казына». Насколько мы понимаем, для покупки актива стоимостью 4,5 млрд

долл. «Самрук-Казына» привлекал банковский долг и выпускал облигации на общую сумму около 2 млрд долл., а оставшаяся часть была профинансирована облигациями, приобретенными Национальным фондом Республики Казахстан. Хотя это привело к временному снижению консолидированного долга КМГ согласно отчетности, мы учитываем, что у компании есть опцион на выкуп активов в 2018–2020 гг. и руководство компании намерено продлить этот опцион до 2020–2022 гг. Пока фонд «Самрук-Казына» не найдет альтернативные способы погашения или рефинансирования долга перед третьими сторонами на уровне материнской компании, мы не можем исключить возможности исполнения опциона. Если опцион будет исполнен за счет долга, это может существенно увеличить долговую нагрузку, ухудшить ликвидность КМГ и сократить залас по ковенантам, если компания не получит поддержки со стороны государства или из иных источников (например, за счет конвертации государственного займа, выданного фонду, в капитал КМГ). Стоимость активов примерно соответствует показателю EBITDA КМГ за два года. Кроме того, насколько мы понимаем, КМГ в прошлом предоставлял займы фонду «Самрук-Казына» для платежей по долгу, связанному с Кашаганом, и может предоставить фонду дополнительное финансирование для Кашагана в 2018 г., что может негативно влиять на собственные финансовые показатели КМГ.

Насколько мы понимаем, государство планирует приватизировать миноритарную долю КМГ в ближайшие годы. Хотя мы ожидаем, что правительство сохранит контроль над компанией, приватизация, на наш взгляд, осложнит процесс оказания своевременной государственной поддержки, в том числе если КМГ потребуется исполнить опцион. На данном этапе остается неясным, когда будет проводиться приватизация и могут ли поступления от нее использоваться для снижения долга КМГ и частичного финансирования выкупа доли в Кашаганском месторождении.

Кредитный рейтинг КМГ отражает наши ожидания относительно «высокой» вероятности предоставления экстраординарной государственной поддержки, поэтому мы добавляем две ступени к оценке собственной кредитоспособности компании (*stand-alone credit profile – SACP*) — «**b**» — максимальная в настоящее время надбавка в рейтингах ОСГ, контролируемых государством через фонд «Самрук-Казына». КМГ является основным активом государства в стратегическом нефтегазовом секторе и имеет приоритетный доступ к новым активам, а также доли во всех значительных нефтяных предприятиях страны. Компания является одним из крупнейших экспортёров, налогоплательщиков и работодателей Казахстана и выполняет обязательства по поставке топлива на внутренний рынок по низким ценам. По нашему мнению, дефолт КМГ привел бы к существенным репутационным

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB-» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

рискам для государства и других ОСГ. Способность правительства страны оказывать финансовую поддержку ограничивается суверенным кредитным рейтингом на уровне «BBB-». Вместе с тем на долю КМГ приходится только 28% объема нефтедобычи в стране (12%, если учитывать лишь предприятия, в которых КМГ владеет мажоритарными пакетами акций), при этом компании принадлежат лишь миноритарные доли в крупнейших и наиболее прибыльных международных нефтедобывающих проектах.

Мы полагаем, что оценка SACP КМГ стабилизировалась на уровне «b». Мы ожидаем, что EBITDA компании превысит 2 млрд долл. с учетом наших корректировок. Зрелые и сравнительно высокозатратные нефтедобывающие активы КМГ остаются прибыльными в рамках нашего ценового сценария, с ожидаемым показателем EBITDA около 0,7 млрд долл. Доходы от нефте- и газопроводов остаются значительными, поскольку этот сегмент устойчив к изменению цен на нефть. Несмотря на существенные капитальные расходы ТОО «Тенгизшевройл» (ТШО, аффилированная компания), мы ожидаем, что КМГ получит умеренные дивиденды по 20%-ной доле в этой компании как минимум в 2017 г. в связи с относительно благоприятными ценами на нефть. Мы также ожидаем, что КМГ получит более высокие, чем обычно, дивиденды от АО «Мангистаумунайгаз» (ММГ) в 2017 г. После начала коммерческой нефтедобычи на Кашагане в ноябре 2016 г. мы не ожидаем каких-либо существенных дивидендных выплат по 8,4%-ной доле КМГ до выплаты долга на уровне Кашагана. В настоящий момент наш базовый сценарий не предусматривает значительного роста прибыли от нефтепереработки или сбыта после завершения капитальных расходов на модернизацию. Насколько мы понимаем, структура группы КМГ стабилизировалась и продажа нефтеперерабатывающих заводов в Казахстане маловероятна. Мы ожидаем завершения деконсолидации KMG International в ближайшие месяцы. Возможная продажа небольших активов не окажет существенного влияния на показатели КМГ.

Мы ожидаем, что рассчитанное в соответствии с методологией S&P значение FOCF станет положительным в 2018 г., после завершения капиталовложений в модернизацию НПЗ и в газопровод «Бейнеу–Бозой–Шымкент». Мы также учитываем, что в 2018 г. компания может предоставлять займы фонду «Самрук–Казына» в целях выплаты долга, связанного с Кашаганом. Скорректированный долг КМГ остается высоким и составляет более 13 млрд долл. – после того как показатель FOCF был отрицательным в течение нескольких лет, и мы ожидаем, что снижение долговой нагрузки будет лишь постепенным, а отношение «FFO / долг» составит 9–12% в 2017–2019 гг. При расчете скорректированного долга мы включаем авансовые платежи за экспорт нефти и исключаем денежные средства материнской компании, размещенные на счетах в иностранных банках. Также мы считаем, что значительный

запас денежных средств АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (далее — РД КМГ), на 63% принадлежащего КМГ, не может быть доступен для выплаты долга группы в любой момент, и по-прежнему оцениваем банковский сектор Казахстана как относительно слабый.

Наш базовый сценарий для текущего уровня рейтинга не учитывает исполнение опциона по Кашагану. Поскольку долговая нагрузка КМГ уже достаточно высока, мы полагаем, что даже если компания решит исполнить этот опцион, влияние на уровень рейтинга окажут скорее показатели ликвидности, чем дальнейшее увеличение долговой нагрузки. Таким образом, даже если уровень долговой нагрузки КМГ снизится, наша оценка SACP будет по-прежнему учитывать неопределенность, связанную с опционом по Кашагану.

Наш базовый сценарий определяется следующими допущениями:

- цена на нефть марки Brent составит 50 долл. / барр. в 2017–2018 гг. и 55 долл. / барр. в 2019 г. согласно нашим ценовым допущениям;
- курс тенге на уровне 320–325 тенге / долл. США в соответствии с нашим базовым сценарием для Республики Казахстан;
- постепенное сокращение объема нефтедобычи контролируемых КМГ предприятий, относительно стабильная структура затрат и налоговых выплат, стабильные операционные показатели АО «КазТрансОйл», АО «КазТрансГаз»;
- в базовом сценарии мы не ожидаем значительного увеличения прибыли от нефтепереработки вследствие рыночной неопределенности;
- лишь умеренный размер дивидендов от совместных предприятий, так как ТШО реализует крупный инвестиционный проект, а Кашаган использует свои денежные потоки для погашения долга до начала выплат дивидендов КМГ;
- повышение EBITDA до уровня, превышающего 2,4 млрд долл., в 2017 г. за счет разовых дивидендных выплат от ММГ и ТШО и стабильное значение показателя примерно на уровне 2 млрд долл. или немного выше в 2018–2019 гг.;
- капитальные расходы объемом 1,5–1,7 млрд долл. в 2017 г. и 0,9 млрд долл. в 2018–2019 гг.;
- деконсолидация KMG International в 2017–2018 гг.; отсутствие поступлений от продажи этого актива, учитывая неопределенность результатов расследования румынской прокуратуры;
- в рамках нашего базового сценария из долга вычитываются только денежные средства на уровне материнской компании, размещенные на счетах в иностранных банках, поскольку, на наш взгляд, значительные средства на балансе компании РД КМГ, на 63% принадлежащей КМГ, не могут быть

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB-» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

использованы для погашения долга в любой момент. Кроме того, КМГ подвергается рискам, связанным со слабостью банковского сектора страны;

- выплата лишь умеренных дивидендов фонду «Самрук-Казына»;
- опцион по Кашагану, поступления от приватизации или значительные средства от РД КМГ не учитываются в рамках нашего базового сценария.

На основании этих допущений мы определили следующие показатели кредитоспособности КМГ:

- отношение «FFO / долг» — 9-12% в 2017-2019 гг.;
- отношение «долг / EBITDA» выше 5x;
- отрицательное значение FOCF в 2017 г. в связи со значительными капиталовложениями, после чего значение FOCF станет умеренно положительным начиная с 2018 г., когда основной объем капиталовложений будет совершен, и лишь небольшое снижение долга впоследствии.

Ликвидность

В настоящий момент мы оцениваем показатели ликвидности КМГ как «адекватные». Насколько мы понимаем, после выпуска еврооблигаций на сумму 2,75 млрд долл. в 2017 г. материнская компания располагает значительным запасом денежных средств, размещенных на счетах в иностранных банках, которые будут использованы для выплат по обязательствам с наступающими сроками погашения. По состоянию на 30 июня 2017 г. (последняя отчетная дата) отношение источников ликвидности к потребностям в ней составило 1,96 x, или 1,3x с учетом обязательств объемом 1,6 млрд долл. со сроком погашения в июле 2018 г.

Мы полагаем, что статус КМГ как ОСГ обеспечивает компании стабильный доступ к банковскому финансированию и рынкам капитала. С другой стороны, доступ компании, как и других заемщиков развивающихся рынков, к международным рынкам капитала, нестабилен, и компания по-прежнему подвержена рискам, обусловленным относительной слабостью банковской системы Казахстана.

Мы полагаем, что КМГ с достаточным запасом выполняет требования по ковенантам, предусмотренным условиями выпуска еврооблигаций, которые ограничивают способность компании привлекать дополнительные заемные средства, если показатель «чистый долг / EBITDA» составляет 3,5x. Долг компании с учетом корректировок S&P не исключает денежные средства на уровне РД КМГ, а показатель EBITDA с учетом корректировок S&P учитывает только дивидендный доход, что отличается от расчета ковенентов. На наш взгляд, риск нарушения ковенантов может возникнуть, если КМГ решит исполнить опцион по Кашагану.

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

Основные источники ликвидности на 12 месяцев (начиная с 30 июня 2017 г.) включают:

- денежные средства и краткосрочные инвестиции в размере 1 431 млрд тенге (без учета денежных средств РД КМГ);
- ожидаемый FFO — 450–500 млрд тенге.

Основные потребности в ликвидности на тот же период включают:

- краткосрочные долговые обязательства — около 247,1 млрд тенге плюс доля долгосрочного авансового платежа за экспорт нефти в размере 322 млрд тенге, подлежащего уплате в 2017 г.;
- капитальные расходы — 430–480 млрд тенге. Мы полагаем, что КМГ не может существенно изменить объем капитальных расходов, учитывая завершающую стадию проектов по модернизации НПЗ;
- относительно умеренные дивидендные выплаты.

Прогноз

Прогноз «Стабильный» по рейтингам КМГ отражает наши ожидания того, что в 2018 г. показатель EBITDA стабилизируется, отношение «FFO / долг» составит около 9–12%, а значение FOCF станет положительным, при этом высокий в настоящий момент уровень долговой нагрузки будет снижаться лишь постепенно. Даже если отношение «FFO / долг» будет превышать 12% благодаря получению прибыли от недавних инвестиций или более высоких, чем прогнозируется, цен на нефть, неопределенность относительно Кашаганского опциона по-прежнему будет ограничивать возможность повышения рейтинга. Прогноз «Стабильный» также учитывает наши ожидания относительно сохраняющейся «высокой» вероятности предоставления КМГ государственной поддержки.

Позитивный сценарий

Повышение рейтинга КМГ может быть обусловлено улучшением характеристик собственной кредитоспособности компании благодаря значительному снижению консолидированной скорректированной долговой нагрузки (при этом отношение «FFO / долг» должно устойчиво превышать 20%), стабильному положительному значению FOCF, устойчивым показателям ликвидности и отсутствию риска выкупа доли в Кашаганском месторождении за счет привлечения долговых средств.

Рейтинг КМГ также может быть повышен в случае повышения суверенного кредитного

рейтинга.

Негативный сценарий

Рейтинг КМГ может быть понижен в случае существенного ухудшения показателей ликвидности или долговой нагрузки компании, к примеру, если КМГ в отсутствие достаточной поддержки от государства исполнит опцион на выкуп доли в Кашаганском месторождении или осуществит крупные инвестиции, финансируемые за счет долга, либо в случае существенного снижения цен на нефть, что негативно скажется на устойчивости показателя EBITDA. Понижение рейтинга также может быть обусловлено давлением на КМГ со стороны фонда «Самрук-Казына», направленным на выплату долга на уровне материнской компании, например, за счет предоставления внутригрупповых кредитов или исполнения опциона по Кашагану. Принимая во внимание наши ожидания относительно высокой вероятности предоставления компании государственной поддержки, для понижения рейтинга КМГ его оценка SACP должна снизиться как минимум до «cccc+», что не предусмотрено нашим базовым сценарием.

Описание рейтингов (компоненты)

Корпоративный кредитный рейтинг: BB-/Стабильный/--

Профиль бизнес-рисков: приемлемый

- Страновой риск: высокий
- Отраслевой риск: средний
- 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 (оценки):

- Диверсификация бизнеса: нейтральная (не оказывает влияния)
- Финансовая политика: нейтральная (не оказывает влияния)
- Ликвидность: адекватная (не оказывает влияния)

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB-» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

- Менеджмент и корпоративное управление: приемлемые (не оказывают влияния)
- Сравнительный анализ: нейтральный (не оказывает влияния)

Оценка характеристик собственной кредитоспособности: b

- Вероятность государственной поддержки: высокая (+2 ступени к оценке SACP)

Рейтинги выпуска долговых обязательств

Структура капитала

Структура капитала КМГ включает приоритетные необеспеченные еврооблигации объемом 8,8 млрд долл., выпущенные на уровне материнской компании. Оставшаяся часть долговых обязательств привлекалась на уровне дочерних компаний, в основном АО «КазТрансГаз» и АО «Казмунайгаз – переработка и маркетинг».

Аналитические выводы

Рейтинг приоритетных необеспеченных еврооблигаций приравнен к корпоративному кредитному рейтингу КМГ, поскольку эмитент зарегистрирован и осуществляет деятельность преимущественно в юрисдикции, где, как мы полагаем, приоритетность требований в случае гипотетического банкротства компании крайне неопределенная.

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

- Отражение риска субординированности в рейтингах выпусков корпоративных долговых обязательств // 21 сентября 2017 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.

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB-» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

- Ключевые кредитные факторы: компании по переработке, хранению и транспортировке энергетического сырья // 19 декабря 2013 г.
- Ключевые кредитные факторы: разведывающие и добывающие компании нефтегазовой отрасли // 12 декабря 2013 г.
- Методология: Отраслевой риск // 19 ноября 2013 г.
- Допущения относительно цен на нефть и газ: корпорации и суверенные правительства // 19 ноября 2013 г.
- Методология присвоения рейтингов группе организаций // 19 ноября 2013 г.
- Оценка страновых рисков: Методология и допущения // 19 ноября 2013 г.
- Ключевые кредитные факторы присвоения рейтингов регулируемым инфраструктурным компаниям // 19 ноября 2013 г.
- Методология: Критерии присвоения корпоративных рейтингов // 19 ноября 2013 г.
- Критерии присвоения корпоративных рейтингов: Коэффициенты и корректировки // 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

Понижение рейтинга; изменение прогноза

До

С

АО НК «КазМунайГаз»

АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз»

Корпоративный кредитный рейтинг

BB-/Стабильный/-

BB/Негативный/-

АО НК «КазМунайГаз»

Рейтинг по национальной шкале

kzA-/-/-

kzA-/-/-

АО НК «КазМунайГаз»

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга

BB-

BB

KazMunaiGas Finance Sub B.V.

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской государственной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» понижены до «BB-» в связи с ослаблением государственной поддержки; прогноз — «Стабильный»

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга*

BB-

BB

*Под гарантии АО НК «КазМунайГаз».

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.

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. Полная информация о рейтингах предоставляется подписчикам RatingsDirect на портале www.capitaliq.com. Все рейтинги, которые затронуты данным рейтинговым действием, можно найти на общедоступном веб-сайте S&P Global Ratings 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 © 2017, 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 убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущеный 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 различия 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 (доступ — бесплатный), а также www.ratingsdirect.com и 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.

RatingsDirect®

Research Update:

KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

Primary Credit Analyst:

Elena Anankina, CFA, Moscow (7) 495-783-4130; elena.anankina@spglobal.com

Table Of Contents

Overview

Rating Action

Rationale

Outlook

Ratings Score Snapshot

Issue Ratings

Related Criteria

Ratings List

Research Update:

KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

Overview

- We believe that the Kazakh government's willingness to provide support has weakened, as illustrated by its tolerance to relatively high leverage at KazMunayGas (KMG), still unresolved uncertainties around Kashagan, and quite complex and time-consuming support procedures.
- We are revising down our assumption of the likelihood of extraordinary government support for KMG and lowering our rating on the company to 'BB-' from 'BB'.
- The stable outlook reflects our expectation that, without factoring in the Kashagan stake buy-back, KMG's debt will broadly stabilize and free operating cash flows (FOCF) will turn positive after major capital expenditure is completed in 2018, but leverage will remain high, with funds from operations (FFO) to debt of 9%-12%.

Rating Action

On Nov. 23, 2017, S&P Global Ratings lowered to 'BB-' from 'BB' its rating on Kazakhstan's 100% state-controlled national oil company NC KazMunayGas (KMG) and its core subsidiary KMGEPE. The outlook is stable.

We also lowered our national scale rating on KMG to 'kzA-' from 'kzA'.

Rationale

The downgrade reflects our view that the likelihood of timely extraordinary government support for KMG has reduced, similarly to some other government-related entities (GREs). Government support procedures via Samruk-Kazyna (SK) are complex and time-consuming, in our view, and could be further complicated by potential pressures from SK and by the potential privatization of a minority stake in KMG. We believe that the Kazakh government generally tolerates relatively high leverage at KMG, as well as at some other GREs, and has provided only limited support to the company since the 2015 downturn. The uncertainty related to KMG's option to buy-back the Kashagan stake from the parent remains unresolved, in our view, despite the potentially significant impact on KMG's leverage and liquidity.

The government controls KMG via SK, which we think makes government support mechanisms complex. We continue to believe that the government, rather than SK, is the ultimate decision maker regarding state support to KMG and that the government ultimately influences the structure, asset composition, and

Research Update: KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

strategy of SK. We view SK as the government's instrument for managing state-controlled assets in various sectors rather than a stand-alone industrial group.

KMG is large compared to other SK assets (about 60% of group EBITDA), which means the group's resources are hardly sufficient for KMG's funding requirements and any support would hinge on the government. Therefore, our rating on KMG continues to be based on government support rather than group support. We observe uncertainties around SK's strategy to repay material debt to banks and bondholders at the parent level, with large maturities in 2019-2020.

In late 2015, KMG sold 50% of Kashagan BV (which holds a 16.8% interest in Kashagan) to its shareholder SK. We understand that to fund the \$4.5 billion asset price, SK raised about \$2 billion debt from banks and bondholders, and the rest was a bond issued to the National Fund. Although this helped to temporarily reduce KMG-level consolidated reported debt, we understand that KMG holds an option to buy the asset back in 2018-2020, which management intends to extend to 2020-2022. Before SK finds any alternative ways of repaying or refinancing parent-level debt to third parties, we can't rule out the possibility of KMG exercising the option. If the option is exercised and funded with debt, this would materially pressure KMG's leverage and liquidity and reduce covenant headroom unless offset by state support or other sources (such as converting the government's loan to SK into KMG's equity). The asset value is roughly equivalent to KMG's EBITDA for two years. Also, we understand that KMG provided loans to SK in the past to address amortization of Kashagan-related debt, and may provide Kashagan-related financing to SK in 2018, which pressures KMG's stand-alone financials.

We understand that the government is planning the privatization of a minority stake in KMG in the coming years. Although we expect the government to retain control, we believe privatization would make it more difficult for the government to provide timely support, including if KMG needs to exercise the option. At this stage, the timing of privatization is unclear, and it remains to be seen whether the privatization proceeds could be used to reduce KMG's debt or partially fund the Kashagan repurchase.

Our rating on KMG factors in our expectation of a high likelihood of extraordinary government support, resulting in a two-notch uplift above our assessment of the company's 'b' stand-alone credit profile (SACP), the highest we currently have for government-related corporates held via SK. KMG is the government's main asset in the strategic hydrocarbon industry, with priority access to new assets and stakes in all significant oil ventures in the country. It is a large exporter, taxpayer, employer, and supplier of fuel to the domestic market at low prices. In our view, KMG's default would have significant reputational repercussions for the government and other government-related entities. The Kazakh government's financial capacity to support is underpinned by the 'BBB-' sovereign rating. Still, KMG is only responsible for 28% of the country's oil production (12% if only majority-owned production is included), with only minority stakes in the

Research Update: KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

country's largest and most profitable internationally-led projects.

We believe that KMG's SACP is stabilizing at 'b'. We expect KMG's EBITDA to be above \$2 billion, after our adjustments. KMG's mature and relatively high-cost oil production assets are profitable under our oil price scenario, with about \$0.7 billion EBITDA. The contribution from oil and gas pipeline business remains robust, as it is sufficiently resilient to oil price fluctuations. We expect that, despite TCO's largescale expansion capex, KMG will receive modest dividends on its 20% stake in TCO at least in 2017, thanks to relatively favorable oil prices. We also expect a higher-than-usual dividend from MMG in 2017. After the start of commercial oil production at Kashagan in November 2016, we do not expect any material dividends on KMG's 8.4% stake before Kashagan-level debt is repaid. At this stage, our base case does not include any material increase in refining and marketing profits after modernization capex is completed. We understand that KMG's group structure has stabilized, and disposals of Kazakh refineries are unlikely. We expect KMGI's deconsolidation to be completed in coming months, and possible disposals of small assets won't significantly influence KMG's performance.

We expect KMG's FOCF (as defined under S&P Global Ratings' methodology) to turn positive in 2018, after major capex in refinery modernization and gas pipeline Beineu-Bozoy-Shymkent is completed. We also factor in possible loans to SK to fund Kashagan-related debt repayments in 2018. Still, KMG's adjusted debt remains high at above \$13 billion, following several years of negative FOCF, and we expect any deleveraging to be only gradual, with expected FFO to debt of 9%-12% in 2017-2019. In our calculation of adjusted debt, we include prepayments for oil exports and only exclude cash at the parent level held with foreign banks. This is because we believe that large cash reserves at 63%-owned KMGEPE are not immediately available to repay the group's debt, and because we continue to view the Kazakh banking system as relatively weak.

Our base case scenario for the rating does not imply the exercise of the Kashagan option. Because KMG's leverage is already high, we believe that even if KMG decided to exercise it, the impact on the rating would be driven more by liquidity than by any further increase in leverage, which is already high. Having said that, even if KMG's leverage were to improve, our assessment of the company's SACP would factor in uncertainty related to this option.

Assumptions

- Brent at \$50/bbl in 2017-2018, \$55 in 2019, in line with our oil price assumptions.
- KZT/USD of 320:325, in line with our base case for the sovereign.
- Majority-owned oil production to gradually decline but cost and tax structure to remain broadly stable; midstream assets (KTO, KTG) to continue stable operations;
- In our base case, we do not factor in any material increase in refining profits because of market uncertainties.
- Only limited dividends from joint ventures, because TCO focuses on large expansion capex and Kashagan uses its cash to repay debt before paying

Research Update: KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

any dividends to KMG.

- EBITDA to increase to above \$2.4 billion in 2017 on one-off dividends from MMG and TCO, and stabilize at about \$2 billion or slightly above in 2018-2019.
- Capex of \$1.5 billion-\$1.7 billion in 2017, down to \$0.9 billion in 2018-2019.
- KMGI to be deconsolidated in 2017-2018. We do not include any proceeds from the asset sale because of ongoing litigation uncertainty in Romania.
- In our base case, we treat cash at parent-level foreign banks as surplus cash. In our view, sizeable cash balances at the level of 63%-controlled KMGEPEP are not immediately available for debt service. We also believe that KMG is exposed to Kazakhstan's weak banking system.
- KMG to pay only modest dividends to SK.
- In our base case scenario, we do not include the Kashagan option, privatization proceeds, or any material upstreaming of cash from 63%-controlled KMGEPEP.

Based on these assumptions, we arrive at the following credit measures:

- FFO to debt of 9%-12% in 2017-2019.
- Debt to EBITDA above 5x.
- Negative FOCF in 2017 as KMG finalizes its key capex projects. Moderately positive FOCF starting in 2018 when major capex is completed, and only limited debt reduction after that.

Liquidity

We now view KMG's liquidity as adequate. We understand that after issuing \$2.75 billion Eurobonds in 2017, the parent has solid cash reserves with foreign banks to address upcoming maturities. As of June 30, 2017 (the latest reporting date), liquidity sources exceeded liquidity needs 1.96x, or 1.3x if the \$1.6 billion maturity in July 2018 is included.

KMG's status as a government-related entity supports adequate access to bank and capital-market financing, in our view. Still, similar to other emerging market borrowers, the company's access to international capital markets can fluctuate, and the company remains exposed to the relatively weak domestic banking system.

In our view, KMG has adequate headroom under the Eurobond covenants, which limits the company's ability to incur additional debt if the ratio of net debt to EBITDA is 3.5x. Our adjusted debt does not net cash at the level of KMG EP and our adjusted EBITDA includes only dividend income, which is different from the covenant calculation. In our view, the risk of covenant breach may arise if KMG decides to exercise the Kashagan option.

Principal liquidity sources for the 12 months started June 30, 2017, include:

- Cash and short-term investments of KZT1,431 billion, which excludes cash at KMG EP.
- Our expectation of FFO of KZT450 billion-KZT500 billion.

Principal liquidity uses for the same period include:

Research Update: KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

- Short-term debt of KZT247.1 billion, plus the KZT322 billion portion of a long-term oil export prepayment, which is due in 2017.
- Capex of about KZT430 billion-KZT480 billion. We believe that KMG does not have much flexibility on capex because its major refinery modernization projects are nearing completion.
- Relatively modest dividends.

Outlook

The stable outlook reflects our expectation of stabilizing EBITDA, FFO to debt of about 9%-12%, FOCF turning positive in 2018, and only gradual deleveraging given already-high debt. Even if FFO to debt is somewhat above 12% thanks to profits from recent investments or higher-than-expected oil prices, the uncertainty about the Kashagan option would still constrain any upside. The stable outlook also incorporates our expectation of continuing high likelihood of government support.

Upside scenario

Rating upside could be triggered by an improvement in the stand-alone credit profile via a material reduction in consolidated adjusted leverage (with FFO to debt consistently above 20%), consistently positive FOCF, sustainable liquidity, and no risk of a debt-financed Kashagan buyback.

Rating upside could also result from a sovereign upgrade.

Downside scenario

Rating downside could result from a material weakening in liquidity or leverage, for example if KMG has to exercise its Kashagan option or undertake large debt-financed investments without sufficient offsetting state support, or if significantly lower oil prices undermine the company's sustainable EBITDA generation. Downside could also stem from SK's pressuring KMG to repay parent-level debt, for example via intragroup loans or the Kashagan option. Given our expectation of high likelihood of state support, KMG's SACP would have to deteriorate to 'ccc+' or lower to trigger rating downside. These are not our base-case scenarios for the rating, however.

Ratings Score Snapshot

Corporate Credit Rating: BB-/Stable/--

Business risk: Fair

- Country risk: High
- Industry risk: Intermediate
- Competitive position: Fair

Financial risk: Highly Leveraged

- Cash flow/Leverage: Highly Leveraged

Research Update: KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

Anchor: b

Modifiers:

- Diversification: Neutral (no impact)
- Financial policy: Neutral (no impact)
- Liquidity: Adequate (no impact)
- Management and governance: Fair (no impact)
- Comparable rating analysis: Neutral (no impact)

Stand-alone credit profile: b

- Likelihood of government support: High (+2)

Issue Ratings

Capital structure

KMG's capital structure consists of senior unsecured Eurobond at the parent level totaling \$8.8 billion, and the rest is at the level of subsidiaries, mainly KTG and RM KMG.

Analytical conclusions

The senior unsecured Eurobonds are rated the same as the corporate credit rating because the issuer resides and primarily operates in a jurisdiction where we believe that the priority of claims in a theoretical bankruptcy is highly uncertain.

Related Criteria

- Criteria - Corporates - General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings, Sept. 21, 2017
- General Criteria: S&P Global Ratings' National And Regional Scale Mapping Tables, Aug. 14, 2017
- General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings , April 7, 2017
- General Criteria: Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions, March 25, 2015
- Criteria - Corporates - General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, Dec. 16, 2014
- General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings, Sept. 22, 2014
- Criteria - Corporates - Industrials: Key Credit Factors For The Midstream Energy Industry, Dec. 19, 2013
- Criteria - Corporates - Industrials: Key Credit Factors For The Oil And Gas Exploration And Production Industry, Dec. 12, 2013
- General Criteria: Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology For Crude Oil And Natural Gas Price Assumptions For Corporates And Sovereigns, Nov. 19, 2013

Research Update: KazMunayGas Rating Lowered To 'BB-' On Weakening State Support; Outlook Stable

- General Criteria: Group Rating Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - Utilities: Key Credit Factors For The Regulated Utilities Industry, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, Nov. 13, 2012
- General Criteria: Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating, Oct. 1, 2010
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks, Sept. 14, 2009

Ratings List

Downgraded; CreditWatch/Outlook Action

	To	From
KazMunayGas NC JSC		
KazMunaiGas Exploration Production JSC Corporate Credit Rating	BB-/Stable/--	BB/Negative/--
KazMunayGas NC JSC Kazakhstan National Scale	kzA-/-/-/-	kzA/-/-/-
KazMunayGas NC JSC Senior Unsecured	BB-	BB
KazMunaiGas Finance Sub B.V. Senior Unsecured*	BB-	BB

*Guaranteed by KazMunayGas NC JSC.

Certain terms used in this report, particularly certain adjectives used to express our view on rating relevant factors, have specific meanings ascribed to them in our criteria, and should therefore be read in conjunction with such criteria. Please see Ratings Criteria at www.standardandpoors.com for further information. Complete ratings information is available to subscribers of RatingsDirect at www.capitaliq.com. All ratings affected by this rating action can be found on the S&P Global Ratings' public website at www.standardandpoors.com. Use the Ratings search box located in the left column. Alternatively, call one of the following S&P Global Ratings numbers: Client Support Europe (44) 20-7176-7176; London Press Office (44) 20-7176-3605; Paris (33) 1-4420-6708; Frankfurt (49) 69-33-999-225; Stockholm (46) 8-440-5914; or Moscow 7 (495) 783-4009.

Copyright © 2017 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED, OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.ratingsdirect.com and www.globalcreditportal.com (subscription) and www.spcapitaliq.com (subscription) and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.