



ҚазМұнайГаз
БАРЛАУ ӨНДІРУ АКСИОНЕРЛІК ҚОҒАМЫ

“ҚазМұнайГаз” Барлау Өндіру”
акционерлік қоғамы

KazMunaiGas Exploration Production
Joint Stock Company

Акционерное общество
“Разведка Добыча “КазМунайГаз”

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

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

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

« 04 » К 20 16
№ 20-25/4135

АО «Казакстанская фондовая биржа»

Настоящим АО «РД «КазМунайГаз» (далее – Общество) сообщает о подтверждении рейтинговым агентством Standard and Poor’s долгосрочного кредитного рейтинга Общества на уровне «BB»; прогноз - «Негативный».

По состоянию на 28 ноября 2016 года.

Приложение: пресс релиз на русском и английском языке – на 17 листах.

Заместитель генерального директора
по экономике и финансам

Д. Абдулгафаров

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

015753

RatingsDirect®

Краткое обоснование изменения рейтинга:

Рейтинги казахстанской нефтяной
компании АО НК «КазМунайГаз»
подтверждены на уровне «BB/kzA»;
прогноз — «Негативный»

Ведущий кредитный аналитик:

Александр Грязнов, Москва (7) 495-783-4109; alexander.griaznov@spglobal.com

Второй кредитный аналитик:

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

Содержание

Резюме

Рейтинговое действие

Обоснование

Прогноз

Описание рейтингов (компоненты)

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

Краткое обоснование изменения рейтинга:

Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/kzA»; прогноз — «Негативный»

Резюме

- Показатели операционной деятельности АО НК «КазМунайГаз» (далее – КМГ) остаются невысокими в связи с низкими ценами на нефть.
- Вместе с тем показатели кредитоспособности КМГ соответствуют нашим ожиданиям благодаря получению текущей и экстраординарной поддержки со стороны государства.
- В связи с этим мы подтверждаем рейтинги «BB» АО НК «КазМунайГаз» и его дочерней компании АО «Разведка Добыча КазМунайГаз» (далее – РД КМГ; мажоритарным собственником РД КМГ является КМГ).
- Прогноз «Негативный» по рейтингам КМГ отражает прогноз по суверенным кредитным рейтингам Республики Казахстан и тот факт, что мы можем понизить рейтинги компании в случае понижения суверенных кредитных рейтингов.

Рейтинговое действие

28 ноября 2016 г. S&P Global Ratings подтвердило долгосрочные корпоративные кредитные рейтинги «BB» казахстанской государственной вертикально интегрированной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» и ее «ключевой» дочерней компании АО «Разведка Добыча КазМунайГаз». Прогноз изменения рейтингов – «Негативный». Мы также подтвердили рейтинг КМГ по национальной шкале на уровне «kzA».

Обоснование

Подтверждение рейтингов КМГ главным образом отражает наше мнение о том, что, несмотря на низкие результаты операционной деятельности, в 2017-2018 гг. компания будет поддерживать показатель «свободный денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале (funds from operations – FFO) / долг» в среднем на уровне около 20% и высокие показатели

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/kzA»; прогноз — «Негативный»

ликвидности. В соответствии с нашими ожиданиями компания продала 50%-ную долю в крупнейшем казахстанском офшорном месторождении Кашаган своему акционеру и погасила облигации номинальной стоимостью 3,7 млрд долл., что наряду с другими мерами позволило КМГ существенно сократить объем долга и улучшить показатели ликвидности. При этом рейтинг КМГ отражает высокую вероятность того, что в дальнейшем компания выкупит долю в месторождении Кашаган. Мы также ожидаем, что КМГ будет получать текущую и экстраординарную поддержку со стороны государства в случае необходимости, поскольку компания находится в процессе реструктуризации и пересмотра стратегии.

Мы полагаем, что операционные показатели КМГ останутся невысокими на фоне низких цен на нефть. В частности, по нашим прогнозам, показатель EBITDA РД КМГ, крупнейшей дочерней компании, мажоритарным собственником которой является КМГ, составит около 200 млн долл. в 2017–2018 гг. по сравнению с более чем 1 млрд долл. в 2014 г., что обусловлено зрелостью активов компании и высокой точкой безубыточности. Мы также полагаем, что в связи с низкими ценами на нефть ТОО «Тенгизшевройл» (ТШО), крупнейшая аффилированная компания, на 20% принадлежащая КМГ, не будет выплачивать дивиденды в 2017–2018 гг., что еще более ограничит объем денежных поступлений КМГ. При этом мы ожидаем, что в 2017–2018 гг. результаты дочерних компаний КМГ, АО «КазТрансОйл» и АО «КазТрансГаз», будут высокими, а комбинированный показатель EBITDA составит около 600 млн долл. Будучи нефтяными инфраструктурными компаниями, эти организации зависят от цен на нефть лишь в ограниченной степени.

Мы также отмечаем, что КМГ продолжает реорганизовывать портфель активов. Процесс продажи мажоритарной доли в KMG International был приостановлен, поскольку правительство Румынии изучает историю приватизации некоторых активов. В связи с этим мы по-прежнему считаем KMG International частью КМГ и полагаем, что сделка вряд ли будет завершена в 2017 г. Мы также отмечаем медленные темпы реализации небольших активов. Кроме того, насколько мы понимаем, компания продолжает инвестировать в Павлодарский нефтехимический завод и Атырауский нефтеперерабатывающий завод, которые, по нашему мнению, в дальнейшем также могут быть проданы.

Наш базовый сценарий определяется следующими допущениями:

- цена на нефть марки Brent составит 42,5 долл. / барр. до конца 2016 г., 45 долл. / барр. в 2017 г., 50 долл. / барр. в 2018 г. и 55 долл. / барр. в дальнейшем;
- ожидаемое в 2017 г. сокращение капитальных расходов примерно до 1,5 млрд

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/кзА»; прогноз — «Негативный»

долл. (по сравнению с более чем 2 млрд долл. в последние два года);

- отсутствие дивидендных выплат со стороны аффилированной компании ТШО, которая реализует крупный инвестиционный проект;
- дивидендные поступления в размере 100–200 млн долл. со стороны других дочерних компаний.

На основании этих допущений мы определили следующие характеристики кредитоспособности КМГ в 2017–2018 гг.:

- отношение «FFO / долг» – в среднем около 20%;
- положительное значение свободного денежного потока от операционной деятельности (free operating cash flow – FOCF).

КМГ – национальная нефтяная компания, которая на 100% принадлежит государству и владеет пакетами акций практически всех нефтяных активов в Казахстане, а также имеет приоритетный доступ к новым активам. Позитивное влияние на показатели КМГ как вертикально интегрированной компании также оказывает наличие собственных систем транспортировки нефти. Компания является одним из крупнейших экспортеров и налогоплательщиков Казахстана и имеет определенные общественно значимые обязанности, в частности выполняет обязательства по поставке топлива на внутренний рынок по достаточно низким ценам и инвестированию в социально значимые проекты. Тем не менее КМГ обеспечивает лишь около 28% нефтедобычи в стране (12%, если учитывать только те проекты, в которых КМГ принадлежат мажоритарные пакеты акций).

Рейтинги КМГ отражают наши ожидания относительно «очень высокой» вероятности получения компанией поддержки со стороны правительства Республики Казахстан.

Ликвидность

Мы оцениваем показатели ликвидности КМГ как «менее чем адекватные». У компании нет существенных краткосрочных долговых обязательств, однако мы полагаем, что объем доступных источников ликвидности может сократиться в случае выкупа доли в месторождении Кашаган или возникновения потребностей в финансировании других крупных проектов. Кроме того, мы не включаем денежные средства РД КМГ в расчет средств КМГ, поскольку считаем, что они не могут быть в полной мере доступны для погашения долга материнской компании, однако полагаем, что текущая поддержка со стороны государства частично компенсирует этот риск.

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/kzA»; прогноз — «Негативный»

По состоянию на 30 июня 2016 г. основные источники ликвидности КМГ на ближайшие 12 месяцев включали:

- денежные средства в размере около 1 300 млрд тенге (3,8 млрд долл.);
- денежные средства в виде FFO — около 450–500 млрд тенге.

Основные потребности ликвидности компании в течение следующих 12 месяцев на тот же период включают:

- краткосрочные долговые обязательства — около 300 млрд тенге;
- отток оборотного капитала — не более 8 млрд тенге;
- капитальные расходы — 400–450 млрд тенге;
- дивидендные выплаты в пользу АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» — 50–60 млрд тенге.

Прогноз

Прогноз «Негативный» по рейтингам КМГ отражает аналогичный прогноз по суверенным кредитным рейтингам Республики Казахстан, поэтому понижение суверенных рейтингов обусловит аналогичное рейтинговое действие в отношении КМГ (при прочих равных условиях). Мы также можем понизить рейтинги компании в случае пересмотра оценки вероятности получения поддержки со стороны государства, что в настоящее время представляется маловероятным, учитывая недавний случай предоставления подобной поддержки правительством страны. В рамках нашего базового сценария мы ожидаем, что КМГ будет поддерживать отношение «FFO / долг» с учетом корректировок S&P Global Ratings на уровне около 20% в 2017–2018 гг.

Негативный сценарий

Негативное рейтинговое действие, не связанное с понижением суверенных рейтингов, представляется маловероятным. Мы можем понизить рейтинги КМГ, если отношение «FFO / долг» составит менее 12% на фоне снижения цен на нефть или более значительного увеличения капитальных расходов, чем мы ожидаем в настоящее время. Насколько мы понимаем, до 2018 г. КМГ не планирует осуществлять выкуп 50%-ной доли в месторождении Кашаган, проданной акционеру компании АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» в 2015 г. Текущие рейтинги КМГ отражают влияние, которое эта сделка может оказать на уровень долговой нагрузки. Вместе с тем, если компания совершит сделку без привлечения долгосрочного финансирования, это может привести к негативному рейтинговому действию. Ухудшение показателей ликвидности также может негативно

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/кзА»; прогноз — «Негативный»

повлиять на кредитоспособность компании, хотя в отсутствие этой сделки давление на показатели ликвидности не предусматривается нашим базовым сценарием.

Позитивный сценарий

Мы можем пересмотреть прогноз по рейтингам КМГ на «Стабильный» в случае аналогичного пересмотра прогноза по суверенным кредитным рейтингам.

В долгосрочной перспективе позитивное рейтинговое действие, скорее всего, будет возможно лишь при установлении более высоких цен на нефть, чем мы ожидаем в рамках нашего базового сценария. В частности, повышение рейтингов может быть обусловлено генерированием высокого денежного потока компанией РД КМГ и возобновлением дивидендных выплат со стороны ТШО, которые в прошлом были важным источником денежных потоков КМГ от операционной деятельности. Мы считаем такой сценарий маловероятным в ближайшие 12-18 месяцев.

Описание рейтингов (компоненты)

Корпоративный кредитный рейтинг: BB/Негативный/--

Профиль бизнес-рисков: приемлемый

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

Профиль финансовых рисков: агрессивный

- Денежный поток / уровень долговой нагрузки (коэффициент): агрессивный

Базовый уровень рейтинга: bb-

Модификаторы (оценки):

- Диверсификация бизнеса: нейтральная
- Структура капитала: нейтральная
- Финансовая политика: негативная (-2 ступени)
- Ликвидность: менее чем адекватная
- Менеджмент и корпоративное управление: приемлемые

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/kzA»; прогноз — «Негативный»

- Сравнительный анализ: нейтральный

Оценка характеристик собственной кредитоспособности: b

- Рейтинг правительства, с которым связана компания: BBB-
- Вероятность государственной поддержки: очень высокая (+3 ступени к оценке SACP)

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

- Таблицы соответствий кредитных рейтингов по национальным и региональным шкалам рейтингам по международной шкале S&P Global Ratings // 1 июня 2016 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.
- 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.
- Методология присвоения рейтингов группе организаций // 19 ноября 2013 г.
- Оценка страновых рисков: Методология и допущения // 19 ноября 2013 г.
- Критерии присвоения корпоративных рейтингов: Коэффициенты и корректировки // 19 ноября 2013 г.
- Методология: Критерии присвоения корпоративных рейтингов // 19 ноября 2013 г.
- Методология: Связь краткосрочных и долгосрочных кредитных рейтингов корпоративных, страховых и суверенных эмитентов // 7 мая 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.
- Критерии присвоения рейтингов выпускам облигаций // 15 апреля 2008 г.

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/kzA»; прогноз — «Негативный»

Рейтинг-лист

Рейтинги подтверждены

АО НК «КазМунайГаз»

Корпоративный кредитный рейтинг BB/Негативный/--

Рейтинг по национальной шкале kzA/--/--

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга BB

АО «Разведка Добыча КазМунайГаз»

Корпоративный кредитный рейтинг BB/Негативный/--

KazMunaiGas Finance Sub B.V.

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга* 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.globalcreditportal.com>, и только в информационно-справочных целях.

Дополнительные контакты:

Industrial Ratings Europe; Corporate_Admin_London@spglobal.com

Некоторые определения, используемые в этом отчете, в частности применяемые нами для описания рейтинговых факторов, имеют конкретные значения, которые приведены в наших критериях. Таким образом, подобные определения должны быть интерпретированы в контексте соответствующих методологических статей. Критерии, используемые при присвоении рейтингов, можно найти на сайте www.standardandpoors.com. Полная информация о рейтингах предоставляется подписчикам RatingsDirect на порталах www.globalcreditportal.com и www.spcapitaliq.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

Краткое обоснование изменения рейтинга: Рейтинги казахстанской нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» подтверждены на уровне «BB/kzA»; прогноз — «Негативный»

(Франкфурт); (46) 8-440-5914 (Стокгольм); 7 (495) 783-4009 (Москва).

Copyright © 2016 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 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 предварительного 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 условии «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 упущенный 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 отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P Global могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P Global действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса. S&P Global Ratings не принимает какого-либо участия в подготовке и создании кредитных оценок S&P Global Market Intelligence. Для различения моделей кредитных оценок вероятности дефолта S&P Global Market Intelligence от кредитных рейтингов, присваиваемых S&P Global Ratings, используется буквенное обозначение в нижнем регистре. S&P Global может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P Global оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P Global публикуются на веб-сайтах — www.standardandpoors.com (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 дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся стоимости рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www.standardandpoors.com/usratingsfees. Пароли и идентификаторы пользователя, полученные от S&P Global, считаются персональными и могут использоваться ТОЛЬКО теми лицами, которым они присвоены. Совместное использование паролей и идентификаторов, а также совместный доступ к веб-сайту с помощью одних и тех же паролей и идентификаторов не разрешаются. Если Вам нужно перепечатать, перевести или использовать данные (информацию) каким-либо иным образом (кроме как в соответствии с настоящим документом), обращайтесь в Службу поддержки клиентов (почтовый адрес: Client Services, 55 Water Street, New York, NY 10041, тел.: (1) 212-438-7280, адрес электронной почты: research_request@spglobal.com).

RatingsDirect®

Research Update:

Kazakhstan-Based Oil Company KazMunayGas 'BB/kzA' Ratings Affirmed; Outlook Negative

Primary Credit Analyst:

Alexander Griaznov, Moscow (7) 495-783-4109; alexander.griaznov@spglobal.com

Secondary Contact:

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

Table Of Contents

Overview

Rating Action

Rationale

Outlook

Ratings Score Snapshot

Related Criteria

Ratings List

Research Update:

Kazakhstan-Based Oil Company KazMunayGas 'BB/kzA' Ratings Affirmed; Outlook Negative

Overview

- KMG's operating performance remains weak because of low oil prices.
- However, the company demonstrates credit metrics in line with our expectations due to ongoing and extraordinary support from the government.
- We are therefore affirming the 'BB' ratings on KMG and its majority-owned subsidiary KMG EP.
- The negative outlook on KMG mirrors that on Kazakhstan and reflects that we could lower the ratings on the company if we were to lower the sovereign credit ratings.

Rating Action

On Nov. 28, 2016, S&P Global Ratings affirmed its 'BB' long-term corporate credit ratings on Kazakhstan-government-controlled vertically integrated oil company KazMunayGas NC JSC (KMG) and its core subsidiary KazMunaiGas Exploration Production JSC (KMG EP). The outlook is negative. We also affirmed our 'kzA' Kazakhstan national scale rating on KMG.

Rationale

The affirmation primarily reflects our view that KMG will maintain funds from operations (FFO) to debt of about 20% on average and solid liquidity over 2017-2018, despite its weak operating performance. In line with our expectations, the company sold its 50% stake in Kashagan, Kazakhstan's largest offshore oilfield, to its shareholder, and paid down bonds with a nominal value of US\$3.7 billion. Together with other measures, this transaction helped KMG materially reduce debt and improve its liquidity. However, the rating incorporates the high likelihood that KMG buys back the stake in Kashagan. Also, we expect that KMG will continue to receive ongoing and extraordinary support from the government, if needed, as the company is undergoing a transformation and strategic review.

We believe that KMG's operating performance will remain weak given the low oil price environment. Notably, we forecast that its largest majority-owned exploration and production company, KMG EP, will generate EBITDA of about US\$200 million in 2017-2018 versus more than US\$1 billion in 2014, given its assets are mature and have high break-evens. Furthermore, given the low oil prices, we think that KMG's largest associate TCO (where it holds 20% stake) will not distribute any dividends in 2017-2018, which further limits KMG's cash flow generation. That said, we believe that KMG's subsidiaries KTO and

Research Update: Kazakhstan-Based Oil Company KazMunayGas 'BB/kzA' Ratings Affirmed; Outlook Negative

KTG will post robust results, with expected combined EBITDA of about US\$600 million in 2017-2018. In our view, these utilities have limited exposure to oil prices.

Additionally, KMG continues to reorganize its portfolio of assets. The sale of its majority stake in KMG International has been put on hold, as the Romanian authorities are investigating the legacy privatization of some of the assets. Therefore, we continue to assess KMG International as part of KMG and see limited possibility that the transaction is completed in 2017. Moreover, we have seen only minimal progress with the divestment of smaller assets, which the company is also undertaking. We also understand that the company continues to invest in its refineries in Pavlodar and Atyrau, which we believe could be sold at some point, too.

In our base case, we assume:

- A Brent crude oil price of US\$42.5 per barrel for the rest of 2016, US\$45 in 2017, US\$50 in 2018, and US\$55 thereafter.
- Moderating capital expenditures in 2017, with expected decline to about US\$1.5 billion from more than US\$2 billion in the past two years.
- No dividends received from affiliate Tengiz Chevroil, which has a major investment project underway.
- Dividend income of US\$100 million-US\$200 million from other subsidiaries.

Based on these assumptions, we arrive at the following credit measures for 2017-2018:

- FFO-to-debt ratio of about 20% on average.
- Positive free operating cash flow generation.

KMG is 100% government owned and the national oil company. It has stakes in essentially all of Kazakhstan's oil-related operations and assets, and priority access to new assets, which also benefit from vertical integration into pipelines. KMG is one of the country's largest exporters and taxpayers, and the company has some social mandates such as supplying the local market with fuel at fairly low prices and investing in socially important projects. Still, KMG is responsible for only about 28% of the country's oil production (12% if only majority-owned operations are included).

We factor into the rating on our expectation of a very high likelihood of government support.

Liquidity

We assess KMG's liquidity as less than adequate. Although the company does not face material near-term maturities, we believe that available liquidity sources could decline if the company buys back stake in Kashagan or finances other sizable projects. In addition, we do not include cash held at KMG EP in our calculation of KMG's cash sources, because these funds might not be fully available for repayment of debt at the parent company, in our view. That said, we think the ongoing support from the government partly offsets this risk.

For the 12 months started June 30, 2016, our estimate of the principal liquidity sources at KMG includes:

- About Kazakhstani tenge (KZT) 1,300 billion (about US\$3.8 billion) of cash; and
- Cash FFO between KZT450 billion-KZT500 billion.

For the same period, KMG's key liquidity uses include:

- About KZT300 billion in short-term debt maturities;
- Working capital outflows not exceeding KZT8 billion;
- Capital expenditures between KZT400 billion and KZT450 billion; and
- Dividends to Samruk-Kazyna, between KZT50 billion and KZT60 billion.

Outlook

The negative outlook mirrors that on the sovereign, indicating that a downgrade of Kazakhstan would translate into a similar rating action on KMG, all other factors remaining unchanged. We could also lower the rating on KMG if we reassess the likelihood of government support KMG could receive. This currently appears unlikely, however, as we have recently seen an example of such support from the Kazakh government. In our base-case scenario, we expect that KMG will maintain its S&P Global Ratings-adjusted FFO to debt at about 20% in 2017-2018.

Downside scenario

Downside scenarios beyond factors related to the sovereign appear unlikely. We could lower the rating on KMG if its FFO to debt falls below 12% due to lower oil prices or if the company takes a more aggressive stance on capital expenditures than we currently assume. We understand that KMG does not plan to buy back the 50% stake in Kashagan, which it sold to its shareholder Samruk-Kazyna in 2015, earlier than in 2018. The rating on KMG already factors in the impact this buyback might have on the company's leverage. However, if the company were to do so without securing long-term financing, such a transaction could result in a downgrade. Deterioration in the company's liquidity could generally be a risk to its credit quality, although absent this acquisition, we do not anticipate any liquidity pressure in our base-case scenario.

Upside scenario

We could revise the outlook on KMG to stable in the event of a similar action on the sovereign.

In the long term, ratings upside will likely hinge on materially higher oil prices than we currently assume in our base case. Notably, a positive rating action could materialize if KMG EP starts generating substantial positive cash flows and TCO resumes its dividend distributions, which have historically been an important source of KMG's operating cash flow. We see this scenario as unlikely in the next 12-18 months.

Ratings Score Snapshot

Corporate Credit Rating: BB/Negative/--

Business risk: Fair

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

Financial risk: Aggressive

- Cash flow/Leverage: Aggressive

Anchor: bb-

Modifiers

- Diversification/Portfolio effect: Neutral (no impact)
- Capital structure: Neutral (no impact)
- Financial policy: Negative (-2 notches)
- Liquidity: Less than adequate (no impact)
- Management and governance: Fair (no impact)
- Comparable ratings analysis: Neutral (no impact)

Stand-alone credit profile: b

- Related government rating: BBB-
- Likelihood of government support: Very high (+3 notches from SACP)

Related Criteria

- General Criteria: S&P Global Ratings' National And Regional Scale Mapping Tables, June 01, 2016
- 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: Group Rating Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013

Research Update: Kazakhstan-Based Oil Company KazMunayGas 'BB/kzA' Ratings Affirmed; Outlook Negative

- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology For Linking Short-Term And Long-Term Ratings For Corporate, Insurance, And Sovereign Issuers, May 07, 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. 01, 2010
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks, Sept. 14, 2009
- Criteria - Corporates - General: 2008 Corporate Criteria: Rating Each Issue, April 15, 2008

Ratings List

Ratings Affirmed

KazMunayGas NC JSC

Corporate Credit Rating	BB/Negative/--
Kazakhstan National Scale	kzA/--/--
Senior Unsecured	BB

KazMunayGas Exploration Production JSC

Corporate Credit Rating	BB/Negative/--
-------------------------	----------------

KazMunayGas Finance Sub B.V.

Senior Unsecured*	BB
-------------------	----

*Guaranteed by KazMunayGas NC JSC.

Additional Contact:

Industrial Ratings Europe; Corporate_Admin_London@spglobal.com

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.globalcreditportal.com and at spcapitaliq.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 © 2016 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.