

Research

Краткое обоснование изменения рейтинга:

АО НК «КазМунайГаз» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Ведущий кредитный аналитик:

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

Второй контакт:

Саймон Редмонд, Лондон (44) 20-7176-3683; simon.redmond@standardandpoors.com

Содержание

Резюме

Рейтинговое действие

Обоснование

Прогноз

Описание рейтингов (компоненты)

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

Краткое обоснование изменения рейтинга:

АО НК «КазМунайГаз» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Резюме

- Мы полагаем, что, несмотря на ухудшение показателей кредитоспособности АО НК «КазМунайГаз» (КМГ), показатели ликвидности компании не снизятся благодаря плавному графику погашения долговых обязательств и получению дивидендного дохода от крупнейших активов.
- Контролируемая государством КМГ не получила какой-либо существенной поддержки со стороны правительства страны в условиях падения цен на нефть и крупных капитальных расходов компании. Поэтому мы пересматриваем нашу оценку вероятности получения государственной экстренной поддержки КМГ с «чрезвычайно высокой» на «очень высокую».
- Мы подтверждаем кредитные рейтинги КМГ и ее дочерней компании АО «Разведка Добыча КазМунайГаз» (РД КМГ), мажоритарный пакет акций которой принадлежит КМГ, на уровне «ВВ+».
- 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

22 апреля 2015 г. Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's подтвердила долгосрочные кредитные рейтинги казахстанской государственной вертикально интегрированной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» (КМГ) и ее ключевой дочерней компании АО «Разведка Добыча КазМунайГаз» (РД КМГ) на уровне «ВВ+». Прогноз изменения рейтингов – «Негативный».

В то же время мы подтвердили рейтинг КМГ по национальной шкале – «kzAA-».

Обоснование

Подтверждение рейтингов отражает наше мнение о том, что, несмотря на ухудшение показателей кредитоспособности, показатели ликвидности КМГ не снизятся

благодаря плавному графику погашения долговых обязательств и получению дивидендного дохода от крупнейших активов. Вместе с тем мы полагаем, что в настоящее время существует скорее «очень высокая», чем «чрезвычайно высокая» вероятность получения экстренной государственной поддержки. Наше мнение обусловлено отсутствием поддержки со стороны правительства в условиях падения цен на нефть и высоких капитальных расходов, которые компания должна была финансировать за счет долга, а также недостаточным прогрессом в сокращении объема сделок и слияний, проводимых внутри группы, поскольку у КМГ по-прежнему нет доступа к почти 4 млрд долл. денежных средств на уровне дочерней компании группы – РД КМГ (контролируемой КМГ). Однако в соответствии с нашими критериями присвоения рейтингов организациям, связанным с государством, пересмотр нашей оценки вероятности получения поддержки со стороны государства не приведет к изменению рейтинга КМГ, который по-прежнему включает четыре дополнительные ступени к оценке характеристик собственной кредитоспособности (stand-alone credit profile – SACP) – «b».

КМГ является 100%-ной государственной национальной нефтяной компанией, которая владеет пакетами акций практически всех нефтяных активов в Казахстане и имеет приоритетный доступ к новым активам. Позитивное влияние на ее показатели оказывает вертикальная интеграция в транспортировку нефти по нефтепроводам. КМГ участвует во всех значительных проектах в нефтегазовом секторе на территории Казахстана. КМГ – один из крупнейших экспортеров и налогоплательщиков Казахстана. Кроме того, компания имеет определенные социальные обязательства, в частности обязательство поставлять нефть на внутренний рынок по достаточно низким ценам или инвестировать в социально значимые проекты. Тем не менее КМГ обеспечивает лишь 28% нефтедобычи в стране (или 12%, если учитывать только те проекты, в которых КМГ принадлежат мажоритарные пакеты акций).

В отличие от многих сопоставимых компаний, существенно сокращающих капитальные расходы в связи с падением цен на нефть, КМГ продолжает инвестировать средства в свои активы, поскольку им требуется финансирование. Большинство нефтедобывающих активов, контролируемых КМГ, являются зрелыми и не имеют перспектив роста, оборудование НПЗ компании достаточно изношено, КМГ владеет лишь миноритарными долями в самых прибыльных и новых проектах в сегменте разведки и добычи нефти Казахстана (20% в ТОО «Тенгизшевройл» (ТШО) и 10% в Карачаганакском проекте). Вопреки нашим ожиданиям, КМГ не получила какой-либо существенной финансовой поддержки от правительства, однако продолжает

финансировать капитальные расходы за счет долга, привлекаемого на уровне компании. Это существенно ослабляет показатели кредитоспособности КМГ, и, по нашим прогнозам, отношение «денежный поток от операционной деятельности до изменений оборотного капитала (funds from operations – FFO) / долг» будет ниже 12% в 2015–2016 гг.

Наш базовый сценарий определяется следующими допущениями:

- цена на нефть марки Brent составит 55 долл. / барр в 2015 г., 65 долл. / барр. в 2016 г. и 80 долл. / барр. в 2017 г. и последующие годы;
- значительные капитальные расходы, в том числе на модернизацию НПЗ, строительство трубопровода и финансирование части дополнительных расходов на запуск офшорного Кашаганского месторождения;
- стабильный дивидендный доход от аффилированной ТШО (по нашим оценкам, около 800–850 млн долл. в год в 2015–2016 гг.).

На основании этих допущений мы определили следующие характеристики кредитоспособности КМГ:

- отношение «FFO / долг» составит 8–12% в 2015–2016 гг.;
- значение свободного денежного потока от операционной деятельности (FOCF) будет отрицательным.

Ликвидность

Мы оцениваем показатели ликвидности КМГ как «менее чем адекватные», учитывая тот факт, что отношение источников ликвидности к потребностям в ней составляет меньше 1,2х. Это связано с тем, что мы не учитываем денежные средства на уровне РД КМГ, поскольку считаем, что они не могут быть в полной мере доступны для погашения долга материнской компании. Мы полагаем, что долговые обязательства сроком погашения в 2015 г. покрываются доступными источниками ликвидности. В то же время мы считаем, что доступных источников ликвидности может быть недостаточно для покрытия всего объема капитальных расходов, запланированных компанией на 2015 г. Вместе с тем мы полагаем, что текущая поддержка от государства и прочное положение компании на кредитных рынках и в отношениях с банками частично компенсируют эти риски. Кроме того, компания имеет доступ к кредитной линии от Национального фонда Республики Казахстан.

По состоянию на 31 декабря 2014 г. источники ликвидности материнской компании на ближайшие 12 месяцев включали:

- денежные средства в размере около 3,1 млрд долл.;
- дивидендные выплаты от дочерних компаний и совместных предприятий в

размере около 1,2 млрд долл. за вычетом процентов (около 0,7 млрд долл.) и административных расходов (примерно 160 млн долл.);

- кредитная линия от Национального фонда Республики Казахстан объемом примерно 2,7 млрд долл. и финансирование в рамках неподтвержденных кредитных линий со стороны государства.

Потребности ликвидности компании в течение следующих 12 месяцев на ту же дату включали:

- краткосрочные долговые обязательства – около 2,4 млрд долл., включая еврооблигации, выплаты по которым были осуществлены в январе 2015 г. в размере 1,5 млрд долл.;
- капитальные расходы на финансирование Кашаганского проекта, которые, как мы полагаем, будут выплачиваться на уровне материнской компании;
- дивидендные выплаты АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» согласно дивидендной политике – 15% прибыли.

Наша оценка показателей ликвидности КМГ как «менее чем адекватных» также учитывает вероятность нарушения ковенантов в 2015 г., однако мы ожидаем, что КМГ получит поддержку со стороны правительства страны в различной форме и сможет избежать ситуации, при которой заемщики потребуют досрочного погашения.

Прогноз

Прогноз «Негативный» по рейтингам КМГ отражает аналогичный прогноз по суверенным кредитным рейтингам Республики Казахстан.

Негативный сценарий

Мы можем понизить рейтинг КМГ в случае понижения суверенных рейтингов, поскольку долгосрочный кредитный рейтинг КМГ включает дополнительные ступени, что обусловлено нашими ожиданиями относительно «очень высокой» вероятности получения компанией поддержки от государства.

Мы можем также понизить рейтинги КМГ в случае понижения оценки SACP до уровня «B-», что, скорее всего, может произойти в результате сокращения ликвидности, однако это не предусматривается в рамках нашего базового сценария.

Позитивный сценарий

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

Описание рейтингов (компоненты)

Кредитный рейтинг: ВВ+/Негативный/--

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

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

Оценка характеристик собственной кредитоспособности: b

- Рейтинг правительства, связанного с компанией: ВВВ
- Вероятность государственной поддержки: очень высокая (+4 ступени к SACP)

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Критерии

- Методология и допущения: определения ликвидности для корпоративных заемщиков разных стран мира // 16 декабря 2014 г.
- Ключевые кредитные факторы: компании нефтегазовой отрасли // 12 декабря 2013 г.
- Методология присвоения корпоративных рейтингов // 19 ноября 2013 г.
- Методология и допущения относительно цен на нефть и газ для компаний и суверенных правительств // 19 ноября 2013 г.
- Методология присвоения корпоративных рейтингов: коэффициенты и корректировки // 19 ноября 2013 г.
- Методология присвоения рейтингов группе компаний // 19 ноября 2013 г.
- Присвоение рейтингов организациям, связанным с государством: методология и допущения // 9 декабря 2010 г.
- Критерии присвоения кредитных рейтингов компаниям – 2008 г.: присвоение рейтингов выпускам облигаций // 15 апреля 2008 г.

Рейтинг-лист

Рейтинги подтверждены

АО НК «КазМунайГаз»

Кредитный рейтинг	BB+/Негативный/--
Рейтинг по национальной шкале	kzAA-/--/--

АО «Разведка Добыча КазМунайГаз»

Кредитный рейтинг	BB+/Негативный/--
-------------------	-------------------

KazMunaiGaz Finance Sub B.V.

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга*	BB+
-------------------------------------------------	-----

*Под гарантией АО НК «КазМунайГаз»

Дополнительные контакты:

Екатерина Куликова, Москва +7 (495) 783-4090; ekaterina.kulikova@standardandpoors.com

Industrial Ratings Europe; Corporate_Admin_London@standardandpoors.com

Полная информация о рейтингах предоставляется зарегистрированным пользователям RatingsDirect на портале Global Credit Portal (www.globalcreditportal.com). Все рейтинги, которые затронуты данным рейтинговым действием, можно найти на общедоступном веб-сайте Standard & Poor's www.standardandpoors.com с помощью поискового окна «Ratings search» в левой части экрана. Кроме того, Вы можете позвонить по одному из следующих телефонов Standard & Poor's: (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 © 2015 by Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P), a subsidiary of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, 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 S&P. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P, its affiliates, 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, 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) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions. 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's opinions and analyses do not address the suitability of any security. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor. 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.

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 non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain credit-related 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 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.