



ҚазМұнайГаз
NATIONAL COMPANY ҰЛТТЫҚ КОМПАНИЯСЫ

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

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

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

«09» 11 2018 жыл
№ 132-28 / 6096

АО «Казахстанская фондовая биржа»

Настоящим сообщаем, что 08 ноября 2018 года рейтинговое агентство Standard&Poor's повысило рейтинг АО НК «КазМунайГаз» и его нижеуказанных долговых ценных бумаг до уровня «BB/kzA+», прогноз «Стабильный».

Объем	НИН
1 000 000 000	ISIN XS0925015074 (RegS), US46639UAA34 (144A)
1 000 000 000	ISIN XS1134544151 (RegS), US48667QAK13 (144A)
500 000 000	ISIN XS1595713279 (RegS), US48667QAM78 (144A)
1 000 000 000	ISIN XS1595713782 (RegS), US48667QAN51 (144A)
1 250 000 000	ISIN XS1595714087 (RegS), US48667QAP00 (144A)
500 000 000	ISIN XS1807299174 (RegS), US48667QAR65 (144A)
1 250 000 000	ISIN XS1807300105 (RegS), US48667QAQ82 (144A)
1 500 000 000	ISIN XS1807299331 (RegS), US48667QAS49 (144A)

Управляющий
директор - финансовый контролер

А. Бекназарова

Рейтинги казахстанской национальной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз» повышены до «BB/kzA+»; прогноз — «Стабильный»

Ведущий кредитный аналитик:

Анна Брусинец, Москва +7 (495) 7834060; anna.brusinets@spglobal.com

Второй кредитный аналитик:

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

- Мы ожидаем, что финансовые показатели АО НК «КазМунайГаз» (далее — КМГ) улучшатся в 2019–2020 гг.: при этом коэффициент «денежный поток от операционной деятельности (funds from operations – FFO) / скорректированный долг» КМГ превысит 20%, а значение свободного денежного потока от операционной деятельности (free operating cash flow – FOCF) будет положительным. Это будет обусловлено благоприятными ценами на нефть, планами компании по увеличению экспортных поставок газа в Китай, завершением ряда ключевых капитальных проектов, а также мерами по оптимизации издержек.
- Мы повышаем наши рейтинги КМГ: долгосрочный рейтинг по международной шкале с «BB–» до «BB» и рейтинг по национальной шкале с «kzA» до «kzA+».
- Прогноз «Стабильный» по рейтингам КМГ отражает наше мнение о том, что неопределенность в отношении финансовой политики компании едва ли прояснится в ближайшие 12 месяцев, а запланированное IPO (размещение миноритарной доли акций) вряд ли изменит нашу точку зрения относительно «высокой» вероятности предоставления экстраординарной поддержки КМГ со стороны государства.

МОСКВА (S&P Global Ratings), 8 ноября 2018 г. S&P Global Ratings повысило долгосрочные корпоративные рейтинги казахстанской национальной нефтяной компании АО НК «КазМунайГаз», на 100% контролируемой государством, с «BB-» до «BB». Прогноз изменения рейтингов — «Стабильный». Мы также повысили рейтинг КМГ по национальной шкале с «kzA» до «kzA+».

Повышение рейтингов КМГ отражает наше мнение о том, что в 2019–2020 гг. финансовые показатели компании улучшатся: при этом коэффициент «FFO / скорректированный долг» КМГ превысит 20%, а значение FOCF будет положительным, что будет обусловлено благоприятными ценами на нефть, планами компании по увеличению экспортных поставок газа в Китай, мерами по оптимизации издержек, стабилизацией капитальных расходов, а также централизацией денежных средств КМГ вследствие усиления централизации группы и взвешенной политики ее руководства в отношении управления ликвидностью. Как следствие, мы повышаем нашу оценку характеристик собственной кредитоспособности компании (stand-alone credit profile — SACP) с «b» (ранее) до «b+».

Мы ожидаем, что в 2019–2020 гг. скорректированный аналитиками S&P Global Ratings показатель EBITDA компании превысит 3 млрд долл. вследствие благоприятных цен на нефть, увеличения экспортных поставок газа в Китай, мер по оптимизации расходов и ежегодных дивидендов от всех совместных предприятий в размере 0,5–0,6 млрд долл. Вместе с тем мы считаем, что объем капитальных расходов сократится примерно до 1,3 млрд долл. в 2018 г. и 1,1 млрд долл. в 2019–2021 гг. — после завершения ключевых капитальных проектов (модернизация нефтеперерабатывающих заводов в Павлодаре и Атырау в 2017 г., а также нефтеперерабатывающего завода в Шымкенте в 2018 г.) Это должно обусловить положительное значение FOCF в размере 0,9–1,1 млрд долл. ежегодно. В соответствии с нашим базовым сценарием мы ожидаем, что КМГ будет выплачивать лишь небольшие дивиденды и предоставлять лишь ограниченные объемы займов своему прямому собственнику, контролируемому государством АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» (далее — фонд «Самрук-Казына»; BB+/Стабильный/B) — после рефинансирования долга на уровне материнской компании в 2018 г. и получения долгового финансирования для ее крупнейших капитальных проектов — газопроводов United Chemical и Сарыарка. Мы считаем, что средняя производительность Кашаганского нефтяного месторождения в первом полугодии 2018 г. — 270 тыс. барр. н.э. / сут. — позволяет генерировать денежный поток, достаточный для покрытия своих операционных и капитальных

расходов. Как следствие, фонд «Самрук-Казына» не нуждается в новых крупных кредитах от КМГ для покрытия расходов, связанных с его долей в Кашагане, как это было ранее.

Мы считаем, что КМГ может использовать большую часть консолидированных средств на балансе для обслуживания долга на уровне материнской компании благодаря выкупу АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (далее — РД КМГ) акций у миноритарных акционеров, происходящей централизации группы и взвешенной политике его руководства в отношении управления ликвидностью. Выкуп акций у миноритарных акционеров «ключевой» дочерней компанией КМГ — РД КМГ — приблизительно за 2 млрд долл. в начале 2018 г. позволил группе получить доступ к средствам на балансе РД КМГ (2,3 млрд долл. по состоянию на 30 июня 2018 г.), которые теперь доступны для обслуживания долга на уровне материнской компании. Насколько мы понимаем, КМГ намерен стать в большей степени операционной, а не холдинговой компанией, при этом РД КМГ, нефтеперерабатывающие и сбытовые дочерние компании находятся в процессе объединения с материнской структурой. КМГ держит значительную часть денежных средств на балансе в зарубежных банках и крупнейшем банке Казахстана — АО «Народный Банк Казахстана» (Халык Банк; ВВ/Стабильный/В). Перед выкупом акций РД КМГ в конце 2017 г. мы вычитали из объема скорректированного долга лишь около 3 млрд долл. денежных средств, которые материнская компания размещала в зарубежных банках. По состоянию на 30 июня 2018 г. из совокупных денежных средств группы в размере 6,9 млрд долл. лишь около 1,5 было недоступно для обслуживания долга на уровне материнской компании в срочном порядке, и мы вычитаем оставшуюся часть при расчете скорректированного долга. В целом мы ожидаем, что скорректированный долг сократится до уровня менее 11 млрд долл. к концу 2018 г. (по сравнению с 13,3 млрд долл. в конце 2017 г.).

Неопределенность в отношении финансовой политики в целом и особенно — в отношении опциона на выкуп доли в Кашаганском месторождении (объемом 4,7 млрд долл.), потенциальных проектов, требующих капиталовложений, а также рисков, обусловленных слабыми показателями казахстанских банков, остается ключевым фактором, негативно влияющим на уровень рейтингов и оценку SACP компании. В конце 2015 г. КМГ продал 50%-ную долю в компании Kashagan B.V. (которой принадлежит 16,88% в Кашаганском нефтяном проекте) фонду «Самрук-Казына», чтобы частично сократить долг. Фонд финансировал эту сделку путем привлечения банковского долга, выпуска облигаций, а также использования кредитов от государства. КМГ также предоставил фонду кредиты для финансирования капитальных расходов, связанных с приобретением доли в Кашаганском проекте и

обслуживанием обязательств по долгу. При этом у КМГ есть опцион на выкуп активов. Хотя продление срока исполнения опциона до 2020–2022 гг. и успешное рефинансирование долга фонда «Самрук-Казына» повысило финансовую гибкость КМГ, объем потенциального приобретения превышает годовую EBITDA КМГ и может значительно увеличить долг компании. Кроме того, КМГ дал согласие на управление двумя крупными проектами фонда «Самрук-Казына»: газопроводом Сарыарка (0,7 млрд долл.) и нефтехимическими предприятиями (2,6 млрд долл.). Хотя эти проекты не находятся на балансе КМГ, мы не можем исключать условных обязательств для КМГ, особенно в связи с газопроводом Сарыарка, строительство которого плотно связано с основной операционной деятельностью компании. Кроме того, насколько мы понимаем, Правительство Республики Казахстан оказывает давление на некоторые другие организации, связанные с государством (ОСГ), с целью обеспечить размещение их денежных средств в казахстанских банках, и мы не можем в полной мере исключить этот риск для КМГ.

Кредитный рейтинг КМГ по-прежнему отражает наши ожидания относительно «высокой» вероятности предоставления экстраординарной государственной поддержки, поэтому мы добавляем две ступени к оценке SACF компании — «b+». Это максимальная в настоящее время надбавка в рейтингах ОСГ, контролируемых государством через фонд «Самрук-Казына». Мы полагаем, что этот подход не изменится после IPO (размещения миноритарной доли акций), которое правительство в настоящий момент планирует провести в начале 2020 г.

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 экспортеров, налогоплательщиков и работодателей Казахстана, а также поставщиком топлива на внутренний рынок по низким ценам. По нашему мнению, дефолт КМГ привел бы к существенным репутационным рискам для государства и других ОСГ. Вместе с тем на долю КМГ приходится только 27% 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. С нашей точки зрения, оказание поддержки через фонд «Самрук-Казына» может быть сложным и длительным процессом, который может еще более усложниться в случае проведения IPO. Мы полагаем, что правительство допускает относительно высокий уровень долга КМГ, как и других ОСГ.

Прогноз «Стабильный» по рейтингам КМГ отражает наши ожидания того, что

отношение «FFO / долг» будет устойчиво превышать 20%, а значение FOCF будет положительным в 2018–2020 гг. на фоне благоприятных цен на нефть, увеличения объемов экспорта газа, сокращения коммерческих и административных расходов в результате консолидации группы, а также стабилизации капитальных расходов на уровне 1,0–1,3 млрд долл. Прогноз также отражает наши ожидания того, что основная часть средств группы будет доступна для обслуживания долга, несмотря на слабость банковской системы Казахстана. Мы также полагаем, что сохранится «высокая» вероятность предоставления КМГ поддержки со стороны государства, несмотря на запланированное в 2020 г. IPO, проводимое в отношении миноритарной доли.

Повышение рейтингов может быть обусловлено снижением неопределенности в отношении Кашаганского опциона, являющегося в настоящее время основным фактором, ограничивающим оценку SACF компании. Это может произойти, например, в случае частичного финансирования опциона за счет вливаний капитала со стороны правительства или средств, полученных от IPO, что может оказать положительное влияние на рейтинги. Повышение рейтинга также может быть вызвано усилением собственных финансовых показателей компании, при котором отношение «FFO / долг» будет выше 30% на фоне более быстрого снижения долговой нагрузки, чем мы ожидали ранее. Кроме того, рейтинги могут быть повышены в случае повышения суверенного рейтинга Республики Казахстан (BBB-/Стабильный/A-3) до «BBB+».

Рейтинг КМГ может быть понижен в результате понижения суверенного рейтинга до «BB+», что может быть обусловлено ухудшением показателей ликвидности или повышением долговой нагрузки, при котором отношение «FFO / долг» будет устойчиво ниже 20%. Это возможно, например, в том случае, если КМГ будет осуществлять значительные инвестиции, финансируемые за счет долговых средств и не компенсированные поддержкой от государства, предоставит крупные кредиты фонду «Самрук-Казына» или если показатель EBITDA компании значительно ухудшится, например, ввиду снижения цен на нефть либо ухудшения показателей рентабельности от экспорта нефтепродуктов и газа.

КРИТЕРИИ И СТАТЬИ, ИМЕЮЩИЕ ОТНОШЕНИЕ К ТЕМЕ ПУБЛИКАЦИИ

Критерии

- Методология присвоения кредитных рейтингов по национальным и региональным шкалам // 25 июня 2018 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.
- 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.
- Ключевые кредитные факторы присвоения рейтингов регулируемым инфраструктурным компаниям // 19 ноября 2013 г.
- Критерии присвоения корпоративных рейтингов: Коэффициенты и корректировки // 19 ноября 2013 г.
- Методология: Критерии присвоения корпоративных рейтингов // 19 ноября 2013 г.
- Оценка страновых рисков: Методология и допущения // 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.

ПЕРЕВОД ТОЛЬКО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ. Данный перевод предоставляется в целях более точного и полного понимания нашего отчета на английском языке, опубликованного на наших сайтах <http://www.capitaliq.com> и <http://www.standardandpoors.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 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 © 2018. 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 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. Материалы, имеющие отношение к кредитным рейтингам, включая периодические обоснования кредитных рейтингов и соответствующие полные отчеты (но не только эти виды публикаций), могут публиковаться по разным причинам, необязательно зависящим от действий Рейтингового комитета.

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.

RatingsDirect®

Research Update:

Kazakh National Oil Company KazMunayGas NC JSC Upgraded To 'BB/kzA+'; Outlook Stable

Primary Credit Analyst:

Anna Brusinets, Moscow +7 (495) 7834060; anna.brusinets@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

Issue Ratings--Subordination Risk Analysis

Related Criteria

Ratings List

Research Update:

Kazakh National Oil Company KazMunayGas NC JSC Upgraded To 'BB/kzA+'; Outlook Stable

Overview

- We forecast KazMunayGas' financial metrics to improve, with funds from operations to debt above 20% and positive free operating cash flow in 2019-2020, thanks to favorable oil prices, plans to expand gas exports to China, completion of key capital expenditure projects, and cost savings.
- We are raising our long-term ratings on KazMunayGas NC JSC (KMG) to 'BB' from 'BB-' and the national scale rating to 'kzA+' from 'kzA'.
- The stable outlook reflects our opinion that uncertainties related to the company's financial policy are unlikely to be resolved in the next 12 months, and that the planned IPO on the minority stake is unlikely to change our view about a high likelihood of extraordinary state support to KMG.

Rating Action

On Nov. 8, 2018, S&P Global Ratings raised its ratings on Kazakhstan's 100% state-controlled national oil company KazMunayGas NC JSC (KMG) to 'BB' from 'BB-'. The outlook is stable. We have also raised our national scale rating on KMG to 'kzA+' from 'kzA'.

Rationale

The upgrade reflects our view that KMG's stand-alone financial metrics are set to improve, with funds from operations (FFO) to debt above 20% and positive free operating cash flow (FOCF) in 2019-2020. We expect the improvement to come from the combination of favorable oil prices, an expected increase in gas exports, cost savings, stabilization of capital expenditure (capex), and better availability of the group's cash due to greater centralization and prudent liquidity management at the KMG group. As a result, we now assess KMG's stand-alone credit profile at 'b+', compared with 'b' previously.

We expect KMG's S&P Global Ratings-adjusted EBITDA to increase to somewhat above \$3 billion in 2019-2020, thanks to favorable oil prices, increasing gas exports to China, cost optimization, and about \$0.5 billion-\$0.6 billion of dividends annually from all its joint ventures. Meanwhile, we expect capex to reduce to about \$1.3 billion in 2018 and \$1.1 billion in 2019-2021 after completion of key projects, namely modernization of Pavlodar and Atyrau refineries in 2017 and modernization of Shymkent refinery in 2018. This should

generate positive FOCF of \$0.9 billion-\$1.1 billion annually. Under our base-case scenario, we project only moderate dividends to be paid by KMG, and only limited loans to KMG's immediate parent, government-controlled national wealth fund Samruk-Kazyna (BB+/Stable/B), after Samruk-Kazyna refinanced parent-level debt in 2018 and obtained project-level debt funding for its largest investments, United Chemical and the Sary-Arka gas pipeline. We believe that with 270,000 barrels of oil equivalent per day average production in first-half 2018, the Kashagan oil project generates sufficient operating cash flow to cover its operating and capex needs, so that Samruk-Kazyna does not need large new loans from KMG to cover its share of Kashagan cash calls, as was the case before.

We believe that a greater portion of KMG's consolidated cash balances is available for parent-level debt service, thanks to the KazMunayGas Exploration Production (KMGEPE) minority buyout, ongoing centralization of KMG's subsidiaries, and KMG's prudent treasury policies. The buyout of minority shareholders in KMG's core subsidiary KMGEPE for about \$2 billion earlier in 2018 made KMGEPE's cash reserves (\$2.3 billion on June 30, 2018) available to service parent-level debt. We understand that KMG aims to be more of an operating company than a holding company, and that KMGEPE, refining and marketing subsidiaries are being merged into the parent. KMG keeps most of its cash balances with foreign banks and with Kazakhstan's largest bank Halyk (BB/Stable/B). Before the KMGEPE buyout, at year-end 2017, we netted from adjusted debt only about \$3 billion of cash held at the parent level with foreign banks. Now we believe that out of \$6.9 billion of total group cash as of June 30, 2018, only about \$1.5 billion may not be immediately available to service parent-level debt, and we net the remaining part from adjusted debt. Overall, we expect adjusted debt to reduce to below US\$11 billion by year-end 2018, compared with \$13.3 billion at year-end 2017.

Uncertainties related to KMG's financial policy, notably with regards to the \$4.7 billion Kashagan option, potential capex projects, and potential exposure to weak local banks, remain the key constraint on the rating and stand-alone credit profile. In late 2015, KMG sold 50% of Kashagan B.V. (which owns a 16.88% interest in the world-class Kashagan oil project) to Samruk-Kazyna to temporarily reduce KMG's reported debt. Samruk-Kazyna funded this with bank debt, bonds, and government loans. KMG provided loans to Samruk-Kazyna to fund Kashagan-related capex and debt service, and has an option to buy it back. Although the option extension to 2020-2022 and successful refinancing of Samruk-Kazyna's debt increases KMG's flexibility, the size of the acquisition exceeds KMG's annual EBITDA and could materially impact leverage. In addition, KMG has agreed to manage two sizable projects for Samruk-Kazyna, Sary-Arka gas pipeline (\$0.7 billion) and petrochemicals (\$2.6 billion). Although the projects are structured outside KMG's balance sheet, we can't rule out potential contingent liabilities for KMG, particularly for Sary-Arka which is closely linked to KMG's core operations. Also, we understand that the Kazakh government pressures some other government-related entities (GREs) to keep their cash with local banks and we cannot completely rule out this risk for KMG.

The rating on KMG continues to factor in our expectation of a high likelihood of extraordinary state support for KMG. This results in a two-notch uplift above our assessment of the company's SACP at 'b+', which is the highest uplift for GREs in Samruk-Kazyna's portfolio. We don't expect this to change following the IPO on the minority stake which the government currently plans in early 2020.

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 repercussions for the government's reputation and that of other GREs. Still, KMG is only responsible for 27% of the country's oil production (12% if only majority-owned production is included), with minority stakes in the country's largest and most profitable internationally led projects. In our view, support procedures via Samruk-Kazyna could be complex and time-consuming and could further complicate in the IPO scenario. We believe that the government generally tolerates relatively high debt at KMG and other GREs.

In our base case, we assume:

- Brent crude oil price of \$70 per barrel for the rest of 2018, gradually declining to \$65 in 2019, \$60 in 2020, and \$55 thereafter, in line with our base-case assumptions.
- A tenge/dollar exchange rate of 375.8 in 2019 and 388.1 in 2020-2021, in line with our sovereign scenario.
- Flat or only slightly declining production at KMG's majority-owned oil fields; stable costs in tenge, and no changes to Kazakhstan's tax regime (i.e. export duties and rent tax depend on the oil price).
- Total dividend income from joint ventures at about \$0.6 billion in 2018, declining to \$0.5 billion in 2019-2020. This includes relatively limited dividends of about \$0.2 billion annually from KMG's 20% stake in TCO which is undergoing heavy investments to increase production. Kashagan to pay no dividends to KMG but to generate sufficient cash to cover its own operating and capital expenditures.
- Gas exports to increase to 10 bcm in 2019-2020, from 5 bcm.
- Refining profits to benefit from recent refinery upgrades, while consolidation of exploration and production and refining subsidiaries should generate savings in selling, general, and administrative (SGA) expenses.
- No deconsolidation of KMG International.
- Capex of about \$1.3 billion in 2018 and \$1.1 billion in 2019-2020, because KMG has completed its key projects. This does not include Sary-Arka gas pipeline (Kazakh tenge [KZT]267 billion) and the United Chemical Company project (\$2.6 billion): We understand that although KMG manages these projects for its parent Samruk-Kazyna, KMG does not provide any funding and does not consolidate them. Because Sary-Arka is directly

related to KMG's core operations, and because we understand that KMG may need to acquire it under certain conditions, we treat it as a contingent liability for KMG and include it in our projection of adjusted debt.

- Relatively moderate dividends from KMG to Samruk-Kazyna, close to historical levels.
- Our adjusted debt definition for KMG continues to include prepayments for oil export (\$2.75 billion at mid-2018).
- Only limited loans to Samruk-Kazyna or other GREs, if any.
- Under our base-case scenario, we do not include the IPO (because it is too uncertain at this stage), or the exercise of the Kashagan option in 2019-2020.
- About \$1.5 billion of cash tied to operations, the rest to be available for debt repayment; no cash lost in weak local banks.

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

- EBITDA increasing to above US\$3 billion in 2018-2020, including about \$0.5 billion-\$0.6 billion in dividends received from joint ventures.
- FFO to adjusted debt of 20%-25% in 2019-2021.
- Adjusted debt to EBITDA declining to about 3x in 2019-2021, from 4.9x in 2017.
- Positive FOCF of about KZT250 billion-KZT450 billion in 2018-2020, most of which will be used to reduce debt.

Liquidity

We view KMG's liquidity as adequate. We understand that after issuing \$2.75 billion of Eurobonds in 2017 and \$3.25 billion in April 2018, KMG has solid cash reserves. After refinancing \$3.1 billion of old Eurobonds in 2018, KMG has a comfortable debt maturity profile with no immediate refinancing needs. As of June 30, 2018 (the latest reporting date), liquidity sources exceeded liquidity needs 1.75x, but we believe that some cash reserves can be used to reduce debt and we do not necessarily expect the company to keep this ratio above 1.5x at all times. The company has a prudent liquidity management policy, focused on refinancing upcoming maturities well in advance and keeping large cash balances, mostly with foreign banks and Halyk. KMG's status as a GRE supports adequate access to bank and capital-market financing, in our view. Still, similar to other emerging market borrowers, the company remains exposed to the relatively weak domestic banking system, and its access to international capital markets can fluctuate.

In our view, KMG has adequate headroom under the Eurobonds' covenants, which limit the company's ability to incur additional debt if the ratio of net debt to EBITDA is 3.5x. Our adjusted debt figure includes oil export prepayments and our adjusted EBITDA figure includes dividend income but not equity income, which is different from the covenant calculation under the loan documentation.

Principal liquidity sources for the 12 months started June 30, 2018, include:

- Cash and short-term investments, amounting to about KZT1,852 and KZT457 billion, respectively. We understand that most of this cash is at the parent level, with foreign banks and Halyk.
- Our expectation of FFO of KZT800 billion-KZT900 billion.

Principal liquidity uses for the same period include:

- Short-term debt of KZT920 billion, plus the KZT341 billion short-term portion of a long-term oil export prepayment.
- Capex of about KZT450 billion-KZT500 billion.
- Relatively modest dividends.

Outlook

The stable outlook reflects our expectation that KMG's FFO to debt will consistently exceed 20% and FOCF will be positive in 2018-2020, thanks to the combination of favorable oil price, increasing gas exports, SGA savings on greater group consolidation, and capex stabilizing at \$1 billion-\$1.3 billion. It also reflects our expectation that most of the group's cash will remain available for debt service, despite ongoing weaknesses in Kazakhstan's banking system. We also expect a high likelihood of government support to continue despite the planned IPO on the minority stake in 2020.

Upside scenario

Rating upside could come from reducing the uncertainty about the Kashagan option, which is currently a key constraint on the stand-alone credit profile. For example, if part of the option were covered by government equity injections or an IPO, this could be positive for the rating. An upgrade could also stem from strengthening stand-alone financial metrics, with FFO to debt above 30% on the back of faster than expected deleveraging. Rating upside could also result from an upgrade of Kazakhstan (BBB-/Stable/A-3) to 'BBB+'.

Downside scenario

Rating downside could result from a sovereign downgrade to 'BB+'. It could also stem from weakening of liquidity or leverage, with FFO to debt sustainably below 20%, for example if KMG undertakes large debt-financed investments without offsetting state support, provides large loans to Samruk-Kazyna, or KMG's EBITDA significantly declines, which could be triggered, for example, by lower oil prices or lower margins on refining and gas exports.

Ratings Score Snapshot

Issuer Credit Rating: BB/Stable/--

Business risk: Fair

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

Financial risk: Significant

- Cash flow/Leverage: Significant

Anchor: bb

Modifiers

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

Stand-alone credit profile: b+

- Sovereign rating: BBB-
- Likelihood of government support: High (+2 notches)

Issue Ratings--Subordination Risk Analysis

Capital structure

As of June 30, 2018, KMG's capital structure consists of an \$8.6 billion senior unsecured Eurobond and local bonds on its books, 65% of the total consolidated reported debt. The remaining debt is at the subsidiaries, mainly KazTransGas (\$1.4 billion) and refining and marketing subsidiaries (\$2.4 billion), the latter are being merged into KMG.

Analytical conclusions

The rating on the senior unsecured Eurobond is at the same level as the issuer credit rating because the issuer is domiciled and primarily operates in a jurisdiction where we believe that the priority of claims in a theoretical bankruptcy is highly uncertain.

Related Criteria

- General Criteria: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings, June 25, 2018
- 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
- 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
- Criteria - Corporates - Utilities: Key Credit Factors For The Regulated Utilities Industry, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, Nov. 19, 2013
- Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, 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

Upgraded

	To	From
KazMunayGas NC JSC		
Issuer Credit Rating	BB/Stable/--	BB-/Stable/--
Kazakhstan National Scale	kzA+/--/--	kzA/--/--
Senior Unsecured	BB	BB-
KazMunaiGas Finance Sub B.V.		
Senior Unsecured	BB	BB-

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.capitaliq.com. All ratings affected by this rating action can be found on 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 © 2018 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. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

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 acknowledgment 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 non-public 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 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.