

22 января 2018г.

Выпуски облигаций	Цена	УТМ	Объем в обращ., USD млн
KZT KMGZ b2 9.839% 'окт-19	-	-	377
USD KMGZe 2 9.125% 'июль-18	102.8	2.7%	1 600
USD KMGZe 4 7.000% 'май-20	107.9	3.4%	1 500
USD KMGZe 5 6.375% 'апрель-21	108.6	3.5%	1 250
USD KMGZe 6 4.400% 'апрель-23	103.2	3.7%	1 000
USD KMGZe 7 5.750% 'апрель-43	107.5	5.2%	2 000
USD KMGZe 8 4.875% 'май-25	104.1	4.2%	500
USD KMGZe 9 6.000% 'ноябрь-44	94.7	6.4%	1 000
USD KMGZe 10 3.875% 'апрель-22	101.3	3.6%	500
USD KMGZe 11 4.750% 'апрель-27	104.3	4.2%	1 000
USD KMGZe 12 5.750% 'апрель-47	107.4	5.3%	1 250

Основные акционеры	
Самрук-Казына	90%
НБРК	10%

Рейтинги	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB-	стабиль.	23 ноя 17
Moody's	Baa3	стабиль.	01 авг 17
Fitch	BBB-	стабиль.	29 июн 17

Фин. показатели (млрд ₸)	2014	2015	2016	9М2017
Доходы	1 051	1 094	1 857	1 716
ЕБИТДА скорр. (1)	125	-147	436	259
Операционная прибыль	-791	-484	-25	-171
Прибыль до КПН	-416	53	163	86
Скорр. прибыль (убыток) до КПН (2)	-492	-417	176	3
Чистая прибыль	199	495	360	444
<b>Активы</b>	<b>8 839</b>	<b>10 710</b>	<b>11 883</b>	<b>13 492</b>
Ден. средства и экв.	823	770	878	951
Текущие активы (3)	2 252	3 374	3 926	4 734
Долгосрочные активы	6 587	7 335	7 957	8 758
<b>Обязательства</b>	<b>4 422</b>	<b>4 619</b>	<b>5 605</b>	<b>6 821</b>
Текущие обязательства	1 198	1 287	1 691	2 311
Долгосрочные обязательства	3 224	3 333	3 913	4 510
Долг (4)	3 098	3 229	4 061	5 209
<b>Капитал</b>	<b>4 417</b>	<b>6 090</b>	<b>6 278</b>	<b>6 671</b>

Динамика г/г	2014	2015	2016	9М2017
Доходы	-68%	4%	70%	46%
Операционные расходы	-7%	-11%	-22%	20%
ЕБИТДА скорр.	-100%	-218%	197%	-100%
Операционная прибыль	-325%	39%	95%	-98%
Прибыль до КПН	-161%	113%	208%	209%
Скорр. прибыль (убыток) до КПН (2)	-170%	15%	142%	-60%
Чистая прибыль / (убыток)	-59%	148%	-27%	104%
Долг	34%	4%	26%	28%

Кoeffициенты	2014	2015	2016	9М2017
Маржа ЕБИТДА скорр.	12%	-13%	23%	15%
Операционная маржа	-75%	-44%	-1%	-10%
Маржа чистой прибыли	19%	45%	19%	26%
Маржа ск. прибыли до КПН	-47%	-38%	9%	0%
Долг/ЕБИТДА скорр. (5)	24.8	н/д	9.3	20.1
Чистый долг/ЕБИТДА скорр. (5)	11.9	н/д	4.5	8.5
Долг/Капитал (5)	0.7	0.5	0.6	0.8
ROA	2%	5%	3%	3%
ROE	5%	8%	6%	7%

Источник: данные Компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance (далее HF)

(1) расчет HF: сумма ЕБИТ, доли в доходах СП и амортизации

(2) без учета дохода/убытка от курсовой разницы

(3) включая ден. средства и эквиваленты

(4) включая обязательства по предоплате по поставкам нефти

(5) по расчетам HF

Несмотря на увеличение операционного убытка вдвое, мы сохраняем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** облигации НК КМГ, отмечая, с одной стороны, высокую приоритетность Компании для государства ввиду наличия статуса основного агента в нефтегазовом секторе страны, и с другой стороны, более высокий доход, обеспечиваемый облигациями, в сравнении с валютными депозитами.

### Результаты за 9М2017г.

Согласно отчетности, за 9М2017г. НК КМГ получила прибыль в размере Т444млрд, которая сложилась за счет положительной разницы между прибылью от прекращенной деятельности (KMG International N.V.) в размере Т501млрд и чистым убытком НК КМГ от продолжающейся деятельности в размере Т57млрд.

### Доходы

По итогам 9М2017г. мы продолжаем наблюдать повышение доходов за счет авансовой продажи нефти. За 9М2017г. выручка Компании увеличилась в полтора раза г/г до Т1716млрд. Доходы Компании от продажи сырой нефти составили 46% всей выручки, увеличившись за год на 108% до Т797млрд. В отчетном периоде Компания реализовала второе больше сырой нефти (6.6млн тонн) в сравнении с 9М2016г., однако эффект физического наращивания продаж был частично урезан за счет низкой средней расчетной цены реализации относительно 9М2016г. (-30%), что на наш взгляд выглядит довольно противоречиво, учитывая укрепление мировой цены нефти на 24% г/г. Значительный рост объемов реализации сырой нефти, согласно пояснениям Компании, является результатом Сделки о предварительной продаже нефти. Отметим, что в 2016г. НК КМГ заключила договор на поставку нефти и газа, согласно которому с апреля 2016г. по март 2020г. Компания обязуется поставить минимальный объем нефти и газа (приблизительно 30млн тонн и 1млн тонн), произведенных ТШО, ММГ и Каражанбасмунаем. Договор поставки нефти предусматривает определение цены на основе текущих рыночных котировок, а предоплата возмещается путем физической поставки сырой нефти и сжиженного газа.

Помимо доходов от продажи сырой нефти, наблюдается рост доходов от продажи товарного газа (+34%) и незначительное увеличение выручки от продажи нефтепродуктов (+3%).

### Расходы

Себестоимость за 9М2017г. показала рост на 57% до соизмеримого с выручкой уровня в размере Т1611млрд. Так, высокие объемы реализации нефти в рамках сделки по авансовым поставкам привели к росту расходов на себестоимость сырой нефти в полтора раза (43% себестоимости). Маржа валовой прибыли упала с 12.6% до 6.1%, при том что средняя цена на нефть поднялась с \$41.9/баррель до \$51.8/баррель.

За счет повышения цен на нефть в отчетном периоде выросли такие расходы как НДС (+65%), рентный налог (+287%) и ЭТП (+21%), что еще сильнее оказало давление на результаты операционной деятельности: операционный убыток за отчетный период почти удвоился до Т171млрд. (+98% г/г).

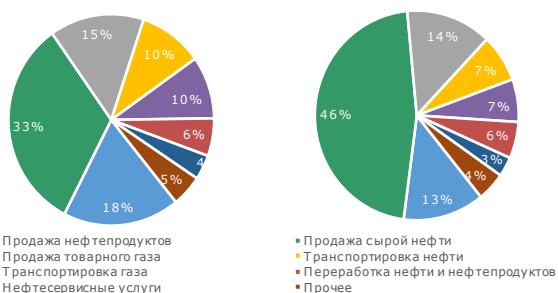
При этом, чистый убыток Компании за 9М2017г. снизился на 50% до Т57млрд благодаря положительной курсовой разнице в Т83млрд и доле в прибыли СП.

Так, доход от доли участия в СП за 9М2017г. вырос на 138% до Т284млрд за счет роста прибыли на крупных предприятиях,

Рис. 1. Финансовые результаты, млрд тенге	9М2016	9М2017	г/г
Выручка	1 171	1 716	46%
Себестоимость	-1 023	-1 611	57%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>148</b>	<b>105</b>	<b>-29%</b>
Общие и административные расходы	-76	-63	-17%
Расходы по транспортировке и реализации	-146	-201	38%
Обесценение ОС и НМА, кроме гудвила	-6	-5	-21%
Убыток от выбытия ОС, НМА и инвестиционной недвижимости	-5	-2	-72%
Прочий операционный доход	13	13	0%
Прочие операционные расходы	-13	-17	29%
<b>Убыток от операционной деятельности</b>	<b>-86</b>	<b>-171</b>	<b>98%</b>
Курсовая разница	-8	83	н/д
Финансовый доход	143	90	-37%
Финансовые затраты	-168	-212	26%
Восстановление обесценения инвестиций в СП	0	15	н/д
Убыток от приобретения дочерней компании	0	-3	н/д
Доля в доходах СП и ассоциированных компаний	120	285	138%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>0.413</b>	<b>86</b>	<b>20764%</b>
Расходы по подоходному налогу	-114	-143	26%
<b>Прибыль от продолжающейся деятельности</b>	<b>-113</b>	<b>-57</b>	<b>-50%</b>
Прибыль от прекращенной деятельности	330	501	52%
<b>Прибыль за год</b>	<b>217</b>	<b>444</b>	<b>104%</b>

Источник: Данные Компании

Рис. 2. Структура доходов

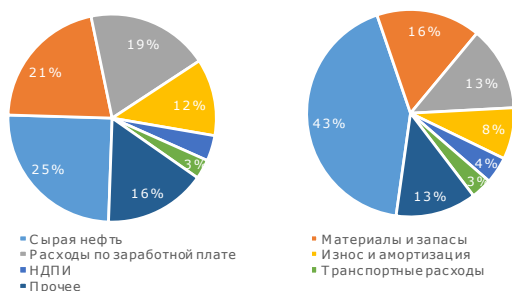


Источник: Данные Компании

Рис. 3. Динамика доходов, млрд тенге	9М2016	9М2017	г/г
Продажа нефтепродуктов	215	221	3%
Продажа сырой нефти	383	797	108%
Продажа товарного газа	174	233	34%
Транспортировка нефти	118	126	7%
Транспортировка газа	112	113	1%
Переработка нефти и нефтепродуктов	68	97	43%
Нефтесервисные услуги	44	52	17%
Прочее	57	77	36%
<b>Всего доходы</b>	<b>1 171</b>	<b>1 716</b>	<b>46%</b>

Источник: Данные Компании

Рис. 4. Структура себестоимости



Источник: Данные Компании

Рис. 5. Себестоимость, млрд тенге	9М2016	9М2017	г/г
Сырая нефть	255	685	169%
Материалы и запасы	218	262	20%
Расходы по заработной плате	194	212	9%
Износ и амортизация	123	130	6%
НДПИ	41	67	65%
Транспортные расходы	31	53	70%
Прочее	162	203	25%
<b>Итого себестоимость</b>	<b>1 023</b>	<b>1 611</b>	<b>57%</b>

Источник: Данные Компании

которые нивелировали снижение доходов ПКИ, КазРосГаз (50%) и Valsera Holdings BV и убытки Бейнеу-Шымкент (50%), КМГ Kashagan B.V. (50%), ТОО «Казахойл Актобе» (50%) Так, основную долю прибыли среди совместных предприятий (73%) обеспечил ТШО (+151%), на Т30млрд больше прибыли (+673% г/г) было получено от КТК за счет снижения последним накопленного убытка и отражения на балансе КМГ всей доли владения КТК с конца 2016г.

### Выкуп акций РД КМГ

Основной добывающий актив НК КМГ, дочерняя компания РД КМГ в начале декабря 2017г. объявила о намерении выкупить все свои ГДР и произвести делистинг на LSE и KASE. На момент написания отчета результаты тендерного предложения РД КМГ остаются неизвестными. Тем не менее, на наш взгляд, РД КМГ предложила достаточно привлекательные условия выкупа (\$14/ГДР), что увеличивает вероятность согласия миноритариев.

При принятии миноритариями предложенных РД КМГ условий, стоимость выкупа обойдется компании в \$2млрд или в половину имеющихся на конец 9М2017г. денежных средств (50.5%). Оставшаяся сумма денежных средств, в случае осуществления выкупа, перейдет в полное распоряжение НК КМГ, что обеспечит свободу при принятии решения об их использовании.

По расчетам Fitch Ratings, погашение займов 2018г., включая обязательства по Сделке о предварительной продаже нефти, при использовании Компанией оставшихся после выкупа денежных средств РД КМГ может привести к уменьшению долговой нагрузки НК КМГ и чистый долг Компании может снизиться с \$16млрд до менее \$1млрд к концу 2018г.

Мы также отмечаем позитивный эффект делистинга акций РД КМГ для НК КМГ и считаем, что предстоящее IPO не является главной причиной делистинга. По заявлениям Самрук Казына IPO НК КМГ (а также Самрук-Энерго, Казпочта и КТЖ) планируется только в 2019-2020гг. Также по заявлениям Фонда, подготовка НК КМГ к IPO подходит к этапу приватизации Павлодарского, Атырауского и Чимкентского НПЗ. Учитывая стратегическую важность НПЗ, мы считаем, что приватизация этих объектов несет в себе риск задержки. На этом фоне, делистинг акций РД КМГ, воспринимаемый рынком как один из шагов подготовки к IPO материнской компании, на наш взгляд, для НК КМГ представляет большую ценность в плане свободы действий в отношении как денежных средств, так и операционной эффективности РД КМГ (регулирование отпускных цен на нефть и нефтепродукты), нежели продвижение в подготовке к IPO.

### Долг и ковенанты

Долгосрочные займы НК КМГ с начала года по состоянию на конец сентября показывают рост на 29% до Т3487млрд (\$10.2млрд). С учетом текущих займов и обязательств по предоплате по договорам поставки нефти в рамках Сделки о предварительной продаже нефти займы компании на конец 9М2017г. составляют Т5209млрд (\$15.3млрд). На сегодняшний день ковенанты, распространяемые на выпуски облигаций НК КМГ остаются актуальными. Мы продолжаем отмечать «долговой» ковенант, требующий поддержания соотношения «Чистый долг/ЕВITDA» на предельно допустимом уровне (<3.5x), как один из сдерживающих факторов для привлечения дополнительного долга. Напомним, что в июне 2017г. НК КМГ обращалась к держателям облигаций с предложением отменить действие долгового ковенанта, которое было поддержано лишь частично (держателями облигаций 2023г. и 2044г. погашения).

### Доля НК КМГ в добыче нефти

По итогам 2017г., Казахстан нарастил добычу нефти и газового конденсата до рекордных 86.2млн тонн, годовой рост составил 10.5%. Минэнерго Казахстана ожидало по итогам 2017г. добычу нефти на уровне 85.5 млн т.

За 9М2017г. уровень добычи нефти в Казахстане составил 64.0млн тонн, из которых 17.4млн тонн обеспечила консолидированная добыча НК КМГ. Объем добычи НК КМГ за 9М2017г. увеличился на 4%, что Компания объясняет возобновлением добычи на месторождении Кашаган (с 28 сентября 2016г.), ростом добычи на ТШО за счет повышения эффективности заводов, а также ростом объема добычи ТОО «Казактуркмунай». При этом, доля добычи НК КМГ в общем объеме сузилась с 29% в 2016г. до 27% за 9М2017г. Более половины (51%) добытой НК КМГ нефти и конденсата приходится на РД КМГ, следом идет 20%-доля в ТШО (25%) и 50%-я доля в Мангистаумунайгаз (14%).

Более подробно нефтегазовый сектор страны освещен [в нашем отчете](#).

### **Кредитные рейтинги и оценка облигаций**

В ноябре 2017г. агентство S&P снизило рейтинг НК КМГ с ВВ до ВВ-, ожидая снижение вероятности экстраординарной государственной поддержки, обоснованное сложностью предоставления помощи через Самрук-Казына и отмечая терпимость государства к высокой долговой нагрузке КМГ, о чем говорит лишь ограниченная, по мнению S&P, поддержка во время спада 2015г. Неопределенность стратегии Самрук-Казына в отношении выплаты существенного объема долга, сосредоточенного в НК КМГ, также обуславливает снижение рейтинга. По мнению агентства, планируемая приватизация также может осложнить процесс оказания своевременной государственной поддержки.

Отмечая, что НК КМГ обеспечивает более четверти всей добычи нефти в РК и выступает оператором всех основных нефтегазовых проектов, мы сохраняем свои ожидания по поводу помощи со стороны государства при необходимости. Кроме того, учитывая текущие доходности, превышающие ставку вознаграждения по валютным депозитам (максимально рекомендуемая ставка - 1%), мы отмечаем привлекательность облигаций в сравнении с валютными депозитами и подтверждаем рекомендацию **«Покупать»** облигации НК КМГ.

*Национальная компания «КазМунайГаз» (НК КМГ) – казахстанский оператор по разведке, добыче, переработке и транспортировке углеводородов, представляющий интересы государства в нефтегазовой отрасли страны. 90% акций НК КМГ принадлежат АО «ФНБ «Самрук-Казына» и 10% акций – НБРК. НК КМГ занимает более четверти рынка РК по добыче нефти и газового конденсата, а также доминирующую позицию в нефтепереработке, трубопроводной транспортировке нефти и природного газа в стране. В состав группы входят 220 компаний, наиболее крупными являются Разведка Добыча «КазМунайГаз», КазТрансОйл, КазТрансГаз, КазМунайТениз, КазМунайГаз - переработка и маркетинг» и KMG International N.V. Компания также имеет доли в таких крупных проектах, как Кашаган, Тенгизшевройл, Карачаганак и Каспийский Трубопроводный Консорциум.*

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2018, все права защищены.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Департамент исследований

Мурат Темирханов  
Станислав Чувев  
Асан Курманбеков  
Эльмира Арнабекова  
Алтынай Ибраимова  
Андрей Кожокару

Директор  
Заместитель директора  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долевые инструменты  
Долевые инструменты

##### E-mail

[m.temirkhanov@halykfinance.kz](mailto:m.temirkhanov@halykfinance.kz)  
[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[e.arnabekova@halykfinance.kz](mailto:e.arnabekova@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[a.kozhokaru@halykfinance.kz](mailto:a.kozhokaru@halykfinance.kz)

##### Департамент продаж

Мария Пан  
Динара Асамбаева  
Айжана Молдахметова  
Шынар Жаканова  
Сабина Муканова

Директор  
Институциональные инвесторы  
Институциональные инвесторы  
Розничные инвесторы  
Розничные инвесторы

##### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[d.asambayeva@halykfinance.kz](mailto:d.asambayeva@halykfinance.kz)  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)  
[sh.zhakanova@halykfinance.kz](mailto:sh.zhakanova@halykfinance.kz)  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 357 31 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ