

12 мая 2017 г.

| Выпуски облигаций              |       |       |                         |
|--------------------------------|-------|-------|-------------------------|
|                                | Цена  | УТМ   | Объем в обращ., USD млн |
| KZT KMGZ b2 9.839% 'окт-19     | -     | -     | 377                     |
| KZT KMGZ b4 'ноябрь-17         | 93.1  | 12.8% | 314                     |
| USD KMGZe 2 9.125% 'июль-18    | 107.5 | 2.5%  | 1 600                   |
| USD KMGZe 4 7.000% 'май-20     | 110.2 | 3.4%  | 1 500                   |
| USD KMGZe 5 6.375% 'апрель-21  | 110.3 | 3.6%  | 1 250                   |
| USD KMGZe 6 4.400% 'апрель-23  | 101.6 | 4.1%  | 1 000                   |
| USD KMGZe 7 5.750% 'апрель-43  | 99.4  | 5.8%  | 2 000                   |
| USD KMGZe 8 4.875% 'май-25     | 101.0 | 4.7%  | 500                     |
| USD KMGZe 9 6.000% 'ноябрь-44  | 93.0  | 6.6%  | 1 000                   |
| USD KMGZe 10 3.875% 'апрель-22 | 100.3 | 3.8%  | 500                     |
| USD KMGZe 11 4.750% 'апрель-27 | 100.1 | 4.7%  | 1 000                   |
| USD KMGZe 12 5.750% 'апрель-47 | 97.8  | 5.9%  | 1 250                   |

| Основные акционеры |     |
|--------------------|-----|
| Самрук-Казына      | 90% |
| НБРК               | 10% |

| Рейтинги |         |          |           |
|----------|---------|----------|-----------|
|          | Рейтинг | Прогноз  | Дата      |
| S&P      | BB      | негатив. | 03 апр 17 |
| Moody's  | Baa3    | негатив. | 29 апр 16 |
| Fitch    | BBB-    | стабиль. | 05 май 16 |

| Фин. показатели (млн ₸)              | 2014         | 2015          | 2016          |
|--------------------------------------|--------------|---------------|---------------|
| Доходы                               | 1 051        | 1 094         | 1 857         |
| EBITDA (1)                           | 1 064        | 768           | 1 000         |
| EBITDA скорр. (2)                    | 125          | -147          | 436           |
| Операционная прибыль                 | -791         | -484          | -25           |
| Чистая прибыль / (Убыток)            | 199          | 495           | 360           |
| Скорр. чистая прибыль / (убыток) (3) | -492         | -417          | -1            |
| <b>Активы</b>                        | <b>8 839</b> | <b>10 710</b> | <b>11 883</b> |
| Ден. средства и экв.                 | 823          | 770           | 878           |
| Текущие активы (4)                   | 2 252        | 3 374         | 3 926         |
| Долгосрочные активы                  | 6 587        | 7 335         | 7 957         |
| <b>Обязательства</b>                 | <b>4 422</b> | <b>4 619</b>  | <b>5 605</b>  |
| Текущие обязательства                | 1 198        | 1 287         | 1 691         |
| Долгосрочные обязательства           | 3 224        | 3 333         | 3 913         |
| Долг (5)                             | 3 098        | 3 229         | 4 061         |
| <b>Капитал</b>                       | <b>4 417</b> | <b>6 090</b>  | <b>6 278</b>  |

| Динамика г/г                     | 2014  | 2015  | 2016  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| Доходы                           | -68%  | 4%    | 70%   |
| Операционные расходы             | -7%   | -11%  | -22%  |
| EBITDA скорр.                    | -88%  | -218% | 197%  |
| Операционная прибыль             | -325% | -39%  | -95%  |
| Чистая прибыль / (Убыток)        | -59%  | 148%  | -27%  |
| Скорр. чистая прибыль / (убыток) | -197% | -15%  | -100% |
| Долг                             | 34%   | 4%    | 26%   |

| Коэффициенты                  | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------|------|------|------|
| Маржа EBITDA скорр.           | 12%  | -13% | 23%  |
| Операционная маржа            | -75% | -44% | -1%  |
| Маржа чистой прибыли          | 19%  | 45%  | 19%  |
| Маржа ск. чистой прибыли      | -47% | -38% | 0%   |
| Долг/EBITDA (1)               | 2.9  | 4.5  | 3.3  |
| Чистый долг/EBITDA (1)        | 1.4  | 2.2  | 1.1  |
| Долг/EBITDA скорр. (6)        | 24.8 | н/д  | 9.3  |
| Чистый долг/EBITDA скорр. (6) | 11.9 | н/д  | 4.5  |
| Долг/Капитал (6)              | 0.7  | 0.5  | 0.6  |
| ROA                           | 2%   | 5%   | 3%   |
| ROE                           | 5%   | 8%   | 6%   |

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

(1) расчет по методике НК КМГ

(2) расчет HF: сумма EBIT без учета неденежных статей, доли в доходах СП и амортизации

(3) без учета дохода/убытка от курсовой разницы

(4) включая ден. средства и эквиваленты

(5) включая обязательства по предоплате по поставкам нефти

(6) по расчетам HF

НК КМГ, как крупнейший игрок нефтегазовой отрасли, выступающий в интересах страны, по нашему мнению, является одним из самых приоритетных активов для государства. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** облигации НК КМГ, отмечая незамедлительную поддержку со стороны акционера Самрук-Казына в случае необходимости. Внушительный размер помощи, оказанной в 2015г. со стороны Самрук-Казына и Национального Банка, подкрепляют наши предположения. Вместе с тем, облигации НК КМГ являются привлекательной альтернативой валютным депозитам, способной обеспечить более высокий гарантированный доход.

**В НК КМГ сосредоточены практически все нефтегазовые активы страны.** Компания выступает в интересах Республики Казахстан в нефтегазовом секторе экономики страны и обеспечивает более четверти всей добытой нефти. Общие активы на конец прошлого года составили T11 883,1 млрд. Основным добывающим активом является Разведка Добыча «КазМунайГаз», с долей владения 63%. НК КМГ имеет доли в КазТрансГаз (100%), КазмунайГаз Переработка и Маркетинг (100%), КазТрансОйл (90%), Мангыстаунайгаз (50%), Тенгизшевройл (20%), Каспийский Трубопроводный Консорциум (19%), Карачаганак (10%) и NCPK (8%).

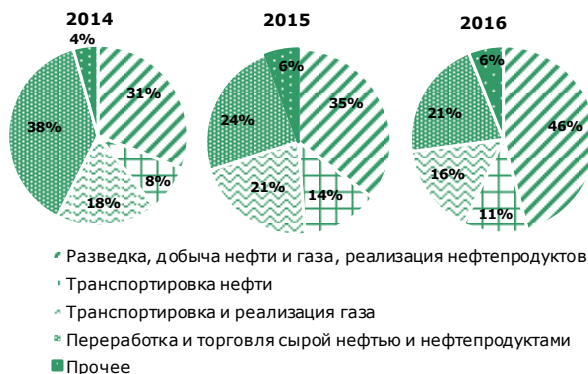
Выручка Компании складывается из доходов от реализации сырой нефти (в 2016г.: 46%), газа (18%) и нефтепродуктов (16%), а также транспортировки нефти и газа (17%). В 2016г. самым крупным операционным сегментом Компании по доходам и чистой прибыли является переработка и торговля нефтью.

**В 2016г. низкие цены на сырье были компенсированы авансовой продажей нефти.** Несмотря на негативную динамику на рынке в течение прошлого года, когда средняя цена на нефть Brent упала ниже \$50/баррель (-16% г/г), мы наблюдаем улучшение финансового положения НК КМГ в 2016г. Мы отмечаем увеличение выручки на 70% в большинстве своем, благодаря наращиванию объемов продаж сырой нефти на 66% г/г за счет сделки по авансовой продаже нефти, в рамках которой Компания получила предоплату в размере T1 012млрд. Увеличение объемов продаж газа и высокие продажи нефтепродуктов также позитивно сказались на общих доходах НК КМГ.

В результате сделки по авансовой продаже нефти в 2016г. себестоимость реализации выросла на 43%. При этом динамика оптимизации общих и административных расходов, убыток от операционной деятельности сузился на 95%, а доля в доходах ассоциированных компаний и СП увеличилась более чем в два раза. Скорректированная чистая прибыль в 2016г. в 15 раз превысила показатель 2015г. и составила T373 млн.

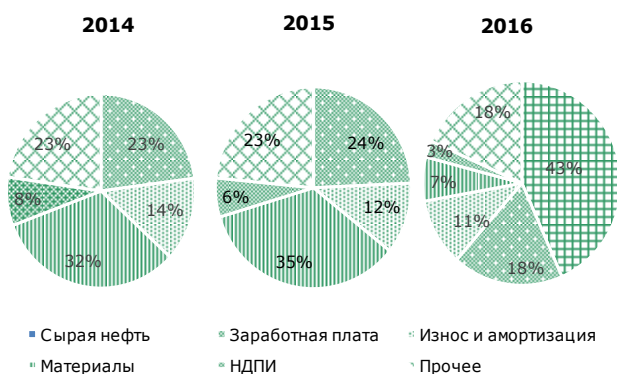
**Высокий уровень долговой нагрузки и государственной поддержки.** По состоянию на конец 2016г. долг Компании составлял T4трлн. (включая авансовую предоплату нефти). Мы отмечаем высокий уровень поддержки компании со стороны государства – в течение 2015г. для сохранения финансовой устойчивости и выполнения ковенантов по облигациям, поддержка НК КМГ со стороны государства превысила T2трлн. Для сравнения, в феврале текущего года Правительство выделило на оздоровление всего банковского сектора страны T2трлн. За счет такой поддержки НК КМГ имеет довольно высокие кредитные рейтинги, способствующие получать финансирование на более привлекательных условиях, несмотря на относительно слабые финансовые показатели.

Рис. 1. Выручка в разрезе сегментов



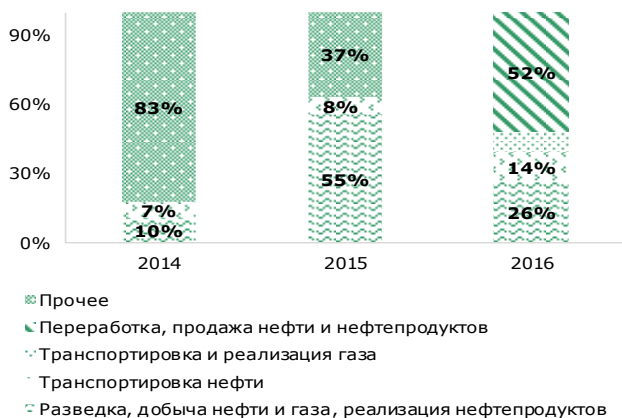
Источник: данные Компании

Рис. 2. Структура себестоимости



Источник: данные Компании

Рис. 3. Чистая прибыль в разрезе сегментов (млрд тенге)



Источник: данные Компании, расчеты ХФ

## О Компании

АО «Национальная Компания «КазМунайГаз» (далее Компания, НК КМГ) – национальная компания в области добычи нефти и газа, транспортировки, а также последующей переработки и реализации нефтепродуктов, выступающая в интересах Республики Казахстан в нефтегазовом секторе экономики страны.

НК КМГ образована путем слияния закрытых акционерных обществ «Национальная нефтегазовая компания «Казахойл» и «Национальная компания «Транспорт нефти и газа» в 2002 г. В состав группы компаний КМГ входят 220 компаний.

НК КМГ является крупнейшим производителем сырой нефти в Казахстане. С учетом доли участия в ассоциированных компаниях и СП, в 2016г. добыча НК КМГ составила 22,6 млн тонн сырой нефти (в 2015г. – 22,7 млн. тонн) и 7,4 млрд куб. м. газа (в 2015г. – 7,3 млрд. куб. м.). Таким образом, на долю НК КМГ в 2016г. пришлось 29% всей добытой в Казахстане нефти. Доля добытого НК КМГ газа в 2016г. составила 16% всей добычи в стране.

НК КМГ владеет значительным или контрольным пакетом акций в каждом из трех основных нефтеперерабатывающих заводов в Казахстане, а также в крупном нефтеперерабатывающем заводе в Румынии.

НК КМГ управляет крупнейшими по длине и пропускной способности нефте- и газопроводами в стране. По состоянию на конец 2016г. общая протяженность сетей трубопроводов сырой нефти и сетей газопроводов НК КМГ составила 5 495 км и 11 272 км, соответственно.

### Запасы

Согласно казахстанской методологии, по состоянию на конец 2016г. запасы сырой нефти и газа (A+B+C1) составляли 667,2 млн тонн и 44,9 млрд куб. м, соответственно.

### Основные активы

По состоянию на 31 декабря 2016г. компания имела общие активы на сумму T11 883,1 млрд. по сравнению с суммарными активами в размере T10 709,7 млрд. по состоянию на 31 декабря 2015г. и на сумму T8 838,8 млрд. на 31 декабря 2014г.

Ключевым добывающим активом компании является «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (далее РД КМГ), с долей владения 63% – крупнейшее дочернее предприятие по разведке и добыче нефти и газа, которому принадлежит 47 нефтяных и газовых месторождений, расположенных в Западном Казахстане, включая месторождения Узень и Эмба.

Компания владеет 90% национального оператора по транспортировке нефти КазТрансОйл и имеет доли в Мангыстаумунайгаз (50%), Тенгизшевройл (20%), КТК (19%), Карачаганак (10%) и NCPK (8%).

НК КМГ также принадлежит 100% компании КазТрансГаз – национального оператора с крупнейшей сетью газопроводов, а также 100% в КазмунайГаз Переработка и Маркетинг и KMG International, осуществляющей эксплуатацию НПЗ "Petrobrum" в Румынии.

### Структура доходов

Выручка Компании складывается из доходов от реализации сырой нефти, газа и нефтепродуктов, а также транспортировки нефти и газа. Таким образом, деятельность НК КМГ подразделяется на следующие операционные сегменты: разведка и добыча нефти и газа; транспортировка нефти и газа; переработка и торговля сырой нефтью и нефтепродуктами; прочие (отопление и электроэнергия, авиаперевозки, безопасность и другие услуги, связанные с нефтью и газом).

В 2016г. самым крупным операционным сегментом Компании по доходам и чистой прибыли является переработка и торговля нефтью.

#### Результаты 2016 года

Итоги прошлого года свидетельствуют об увеличении доходов, в основном, благодаря авансовой сделке по продаже нефти, которая нивелировала негативный эффект снижения цен на сырье в течение 2016г. В связи с наращиванием продаж в результате авансовой продажи нефти, реализации сырой нефти увеличилась на 480% и общая выручка НК КМГ за 2016г. выросла на 70%, составив Т1 857млрд.

**Рис. 4. Реализация сырой нефти**

| Сырая нефть      | ед. изм.          | 2016       | 2015       | г/г         |
|------------------|-------------------|------------|------------|-------------|
| Объем реализации | тыс. тонн         | 9 010      | 5 417      | 66%         |
| Средняя цена     | тенге/тонна       | 78 362     | 22 468     | 249%        |
| <b>Выручка</b>   | <b>млрд тенге</b> | <b>706</b> | <b>122</b> | <b>480%</b> |

Источник: данные Компании, расчеты ХФ

Стоит также отметить, что доход от продаж сырой нефти сильно зависит от продаж дочерней компании РД КМГ, которая, в свою очередь, увеличила экспортные продажи нефти и перешла на схему самостоятельного процессинга нефти

Рост доходов от реализации газа на 34% г/г связан с увеличением объемов продаж газа как на международном, так и на внутреннем рынке.

Продажа нефтепродуктов также продемонстрировала положительную динамику в результате увеличения средней цены за тонну нефтепродуктов с Т76 189 в 2015г. до Т144 669 в 2016г.

**Рис. 5. Реализация нефтепродуктов**

| Нефтепродукты    | ед. изм.          | 2016       | 2015       | г/г        |
|------------------|-------------------|------------|------------|------------|
| Объем реализации | тыс. тонн         | 2 026      | 3 091      | -34%       |
| Средняя цена     | тенге/тонна       | 144 669    | 76 489     | 89%        |
| <b>Выручка</b>   | <b>млрд тенге</b> | <b>293</b> | <b>236</b> | <b>24%</b> |

Источник: данные Компании, расчеты ХФ

**Рис. 6. Финансовые результаты 2016г.**

| млрд тенге                                              | 2015Ф        | 2016Ф       | % г/г        |
|---------------------------------------------------------|--------------|-------------|--------------|
| Выручка                                                 | 1 094        | 1 857       | 70%          |
| Себестоимость                                           | - 1 090      | - 1 562     | 43%          |
| <b>Валовая прибыль</b>                                  | <b>3</b>     | <b>296</b>  | <b>8532%</b> |
| Общие и адм. расходы                                    | - 211        | - 118       | -44%         |
| Транспортировка и реализация                            | - 195        | - 198       | 2%           |
| Обесценение ОС и НМА                                    | - 67         | - 3         | -95%         |
| Убыток от выбытия ОС, НМА и инвестиционной недвижимости | - 4          | - 6         | 57%          |
| Прочий операционный доход                               | 22           | 19          | -10%         |
| Прочий операционный убыток                              | - 20         | - 15        | -24%         |
| Обесценение гудвилла                                    | - 12         | -           | -            |
| <b>Операционная прибыль</b>                             | <b>- 484</b> | <b>- 25</b> | <b>-95%</b>  |
| Курсовая разница                                        | 470          | - 13        | -            |
| Финансовый доход                                        | 173          | 168         | -3%          |
| Финансовые затраты                                      | - 198        | - 230       | 16%          |
| Обесценение инвестиций в СП                             | - 9          | - 6         | -41%         |
| Обесценение активов, классифиц. как для продажи         | - 0.1        | - 0.1       | 8%           |
| Обесценение займов выданных                             | - 11         | - 1         | -88%         |
| Доля в доходах СП и ассоц. комп.                        | 113          | 270         | 140%         |
| <b>Прибыль до налогообложения</b>                       | <b>53</b>    | <b>163</b>  | <b>208%</b>  |
| Расходы по подоходному налогу                           | - 232        | - 164       | -29%         |
| Прибыль от продолж. деят-ти                             | - 179        | - 0.7       | -100%        |
| Прибыль от прекращ. деят-ти                             | 673          | 361         | -46%         |
| <b>Прибыль за год</b>                                   | <b>495</b>   | <b>360</b>  | <b>-27%</b>  |
| <b>Совокупный доход</b>                                 | <b>1 567</b> | <b>325</b>  | <b>-79%</b>  |

Источник: данные Компании, расчеты ХФ

В 2016г. себестоимость реализации составила Т1 561млрд, что выше аналогичного показателя за 2015г. на 43% в связи с признанием затрат по реализации сырой нефти в размере Т678 млрд (43% всей себестоимости) в результате реализации сделки по авансовой продаже нефти. Кроме того, наблюдается увеличение фонда оплаты труда (+6% г/г), расходов по амортизации (+33% г/г), транспортных расходов (+8% г/г).

Благодаря снижению общих и административных расходов на 44%, Компании удалось сузить убыток от операционной деятельности на 95% до Т25млрд. В 2016г. НК КМГ получила отрицательную курсовую разницу (Т12млрд) против аналогичной прибыли годом ранее в размере Т470млрд. Более чем в два раза увеличилась доля в доходах ассоциированных компаний и СП до Т270млрд, преимущественно, благодаря наращиванию дохода в Каспийском Трубопроводном Консорциуме в 218 раз.

В результате вышесказанного, прибыль Компании до налогообложения за 2016г. составила Т163млрд, что выше показателя 2015г. в три раза. Прибыль за 2016г. составила Т360млрд, что ниже результата за 2015г. на 27% по причине отсутствия доходов от курсовой разницы, признанных в 2015 году.

#### Договор авансовой продажи нефти

В 2016г. НК КМГ заключила договор на поставку нефти и газа, согласно которому с апреля 2016г. по март 2020г. НК КМГ обязуется поставить минимальный объем нефти и газа (приблизительно 30млн тонн и 1млн тонн), произведенных ТШО, ММГ и Каражанбасмунаем. При этом вторая сторона сделки остается неизвестной.

Рис. 7. Нефтегазовая отрасль Казахстана



Источник: Комитет по статистике РК

В рамках договора Компания в 2016г. получила предоплату в размере Т1 012млрд.

Договор поставки нефти предусматривает определение цены на основе текущих рыночных котировок, а предоплата возмещается путем физической поставки сырой нефти и сжиженного газа.

На остаток по предоплате ежегодно начисляются проценты по ставке Libor +1,85%.

### Государственная поддержка

Добыча нефти и газа, являясь самым приоритетным стратегическим направлением для Казахстана, занимает более трети всего промышленного производства страны (Рис. 7). За годы независимости Казахстан экстенсивно наращивал добычу нефти и газа, доведя долю в промышленности до 54% в 2011г., что на сегодня остается историческим максимумом. В 2016г. доля нефтегазовой отрасли составила 50% всего промышленного производства.

Как уже указывалось выше, НК КМГ выступая в интересах государства в нефтегазовой отрасли обеспечивает 29% нефтедобычи, в связи с чем имеет место существенная поддержка Компании со стороны государства. Правительство исторически оказывало содействие Компании в предоставлении значительного акционерного и долгового финансирования и стратегической поддержки, а также сыграло важную роль в оказании содействия Компании в расширении ее деятельности, запасов, объемов добычи и транспортных сетей и сетей переработки.

Значительная поддержка со стороны правительства была оказана НК КМГ в 2015г. после резкого падения мировых цен на нефть, негативно отразившегося на финансовом положении компании и вызвавшего угрозу несоблюдения ковенантов по международным облигациям. В целях сохранения финансовой устойчивости НК КМГ, в частности снижения чистого долга, в октябре 2015г. была завершена сделка по продаже 50% акций КМГ Кашаган Б.В. в пользу акционера Самрук-Казына, которые сразу были переданы в доверительное управление самому НК КМГ. В связи с этим обязательства к уплате за приобретение дополнительной доли в "Северо-Каспийском Проекте" в 2015г. были аннулированы.

Дополнительно, в течение 2015г. для поддержки НК КМГ акционером Самрук-Казына была осуществлена продажа 10%+1 акции КМГ Национальному Банку РК, которые перешли в доверительное управление самому Фонду.

Условная потеря 50% доли в КМГ Кашаган В.В. принесла Компании Т1 372млрд. Стоимость сделки по отчуждению Самрук-Казына 10% пакета акций НК КМГ Нацбанку составила Т750млрд. Таким образом, в течение 2015г. поддержка НК КМГ со стороны государства была довольно ощутимой, превысив Т2трлн. Для сравнения, в феврале текущего года Правительство выделило на оздоровление всего банковского сектора страны Т2трлн.

### Высокая долговая нагрузка

По состоянию на конец 2016г., обязательства НК представлены займами в размере Т1 101млрд и облигациями в размере Т1 971млрд. Выпуски международных облигаций имеют ковенанты, предусматривающие соблюдение финансового коэффициента, определяемого соотношением чистой задолженности к EBITDA с пороговым значением, равным 3.5х. По расчетам, осуществленным по методике НК КМГ, на конец 2016г. соотношение чистой задолженности к EBITDA составляет 1.1х. Стоит также отметить, что в апреле текущего года НК КМГ разместил 5, 10 и 30-летние выпуски еврооблигаций общим объемом \$2.75млрд.

В свою очередь, обязательства по предоплате Т1 012млрд в рамках договора поставки нефти рассматриваются нами как

Рис. 6. Обязательства НК КМГ, млн тенге

| Облигации    | Погашение | Купон          | 31.12.2016       |
|--------------|-----------|----------------|------------------|
| KZT KMGZb 2  | 2019      | 6M libor+ 8,5% | 110 551          |
| KZT KMGZb 4  | 2017      | 7.0%           | 94 483           |
| USD KMGZe 2  | 2018      | 9.1%           | 529 821          |
| USD KMGZe 4  | 2020      | 7.0%           | 453 732          |
| USD KMGZe 5  | 2021      | 6.4%           | 375 027          |
| USD KMGZe 6  | 2023      | 4.4%           | 134 371          |
| USD KMGZe 7  | 2043      | 5.8%           | 166 992          |
| USD KMGZe 8  | 2025      | 4.9%           | 40 559           |
| USD KMGZe 9  | 2044      | 6.0%           | 9 736            |
| BoNY         | 2017      | 6.4%           | 42 929           |
| Прочие       |           |                | 13 194           |
| <b>Сумма</b> |           |                | <b>1 971 396</b> |

| Займы                              | Погашение | Ставка              | 31.12.2016       |
|------------------------------------|-----------|---------------------|------------------|
| Банк Развития Казахстана           | 2023      | 4,5%+6M libor-7,72% | 319 056          |
| The Export-Import Bank of China    | 2027      | Libor+4,1%          | 245 895          |
| Сбербанк России                    | 2024      | 12M Libor+3,5%      | 134 557          |
| Банк Развития Казахстана           | 2022-25   | 7%-9%               | 103 733          |
| Партнеры проекта "Жемчужина"       | -         | 6M Libor+1%         | 84 877           |
| Синдикат банков                    | 2017      | 1M Libor+2%         | 53 541           |
| ЕБРР                               | 2023      | 3M Libor+3,15%      | 46 322           |
| Япон Bank for international Cooper | 2025      | 6M Libor+1,1%       | 42 633           |
| Партнеры проекта "Сатпаев"         | -         | 12M Libor+1,5%      | 28 128           |
| Народный банк Казахстана           | 2032      | 6%                  | 23 394           |
| Народный банк Казахстана           | 2024      | 5,5%-10%            | 5 019            |
| Прочие                             | -         |                     | 13 988           |
| <b>Сумма</b>                       |           |                     | <b>1 101 144</b> |
| <b>Итого</b>                       |           |                     | <b>3 072 540</b> |

Источник: данные Компании, расчеты ХФ



Рис. 9. График ближайших погашений по состоянию на 31.12.2016г.



Источник: данные Компании

долговые обязательства. С их учетом, чистая задолженность на конец 2016г. составляет Т2трлн.

Вместе с тем, показатель EBITDA, рассчитываемый нами с учетом доли в доходах совместных предприятий и ассоциированных компаний, в 2016г. равен Т436млрд, в результате чего соотношение чистого долга на EBITDA по нашим расчетам составляет 4.5х, что превышает вышеупомянутый пороговый уровень (3.5х).

Доля в доходах совместных предприятий и ассоциированных компаний в 2016г. составляет 15% выручки КМГ и включает в себя доходы от ТШО (54%), КТК (28%), КМГ Кашаган B.V. (3%) и других участников (15%). Без учета этой доли показатель EBITDA НК КМГ в 2016г. составил бы чуть более Т165млрд и коэффициент Чистый долг/EBITDA подскочил бы до 12х.

В текущем году Компании предстоит погасить обязательства на сумму Т191млрд (по состоянию на конец 2016г.). Исходя из размера займов по состоянию на конец 2016г. в ближайшие годы большой объем выплат по займам Компании предстоит осуществить в 2018г. – Т530млрд и в 2020г. – Т454млрд.

### Кредитные рейтинги

Последним рейтинговым действием в отношении компании стало подтверждение 3 апреля 2017г. S&P Global Ratings долгосрочных корпоративных кредитных рейтингов НК КМГ и ее «ключевой» дочерней компании РД КМГ на уровне "BB", прогноз "Негативный". По мнению агентства, вероятность текущей и экстраординарной поддержки КМГ со стороны государства очень высокая, несмотря на относительно слабые финансовые показатели компании. Агентство ожидает, что финансовые показатели останутся слабыми и относительно волатильными, в связи с чем оценка профиля финансовых рисков компании была пересмотрена на "характеризующуюся очень высоким уровнем долговой нагрузки". В рамках базового сценария S&P ожидает, что в 2017-2019 гг. КМГ будет поддерживать показатель EBITDA в целом на уровне 2016г., отношение "FFO/долг" – на уровне около 11-13%, значение FOCF останется отрицательным, по крайней мере, в 2017 г.

### Оценка облигаций

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** облигации НК КМГ. Несмотря на ухудшение финансовых показателей в последние годы вследствие нисходящей динамики цен на нефть, мы считаем, что у Компании не должно возникнуть проблем с обслуживанием долговых обязательств. Основным гарантом, обеспечивающим высокую вероятность погашения НК КМГ облигаций, по нашему мнению, выступает государственная поддержка в лице акционеров ФНБ «Самрук-Казына» и Национального банка РК.

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».

© 2017, все права защищены.

#### **Контакты в Halyk Finance:**

##### **Департамент исследований**

Мурат Темирханов  
Станислав Чувев  
Асан Курманбеков  
Эльмира Арнабекова  
Азамат Талгатбеков  
Алтынай Ибраимова  
Диас Кабылтаев

##### **Управление**

Директор  
Заместитель директора  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долговые инструменты  
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.talqatbekov@halykfinance.kz](mailto:a.talqatbekov@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[d.kabyltayev@halykfinance.kz](mailto:d.kabyltayev@halykfinance.kz)

##### **Департамент продаж**

Мария Пан  
Динара Асамбаева  
Айжана Туралиева  
Шынар Жаканова  
Сабина Муканова

##### **Инвесторы**

Директор  
Институциональные  
Институциональные  
Розничные  
Розничные

##### **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**

Halyk Finance