

23 апреля 2019г.

Выпуски облигаций				
	Цена	УТМ	Объем в обращении, USD млн	
KZT KMGZ b2 9.839% 'Oct-19	-	-	T120	
USD KMGZe 10 3.875% 'April-22	101.1	3.5%	500	
USD KMGZe 11 4.750% 'April-27	103.0	4.3%	1 000	
USD KMGZe 12 5.750% 'April-47	103.7	5.5%	1 250	
USD KMGZe 13 4.750% 'April-25	103.4	4.1%	500	
USD KMGZe 14 5.375% 'April-30	105.4	4.7%	1 250	
USD KMGZe 15 6.375% 'Oct-48	109.7	5.7%	1 500	
Основные акционеры				
Самрук-Казына				90%
НБРК				10%
Рейтинги				
	Рейтинг	Прогноз	Дата	
S&P	BB	стабиль.	08 ноя 18	
Moody's	Baa3	стабиль.	01 авг 17	
Fitch	BBB-	стабиль.	29 июн 17	
Фин. показатели (млрд ₸)				
	2015	2016	2017	2018
Доходы	1 094	1 857	4 794	6 989
Операционная прибыль	-484	-25	406	559
EBITDA	-300	195	645	844
Прибыль до КПН	53	163	719	969
Прибыль за период	495	360	525	694
Активы				
Ден. средства и экв.	770	878	1 264	1 539
Текущие активы, вкл ДС и экв.	2 308	2 868	4 093	3 205
Долгосрочные активы	7 335	7 957	9 433	10 748
Обязательства				
Текущие обязательства	778	1 128	2 124	1 803
Долгосрочные обязательства	3 333	3 913	4 640	5 064
Долг	3 229	3 073	4 301	4 153
Долг с учетом авансовой сделки	3 229	4 061	5 215	5 018
Капитал	6 090	6 278	6 784	7 143
Динамика г/г				
	2015	2016	2017	2018
Доходы	4%	70%	158%	46%
Операционная прибыль	-39%	-95%	н/д	37%
EBITDA	-48%	н/д	230%	31%
Прибыль до КПН	-73%	208%	341%	35%
Прибыль за период	-84%	-27%	46%	32%
Долг	4%	-5%	40%	-3%
Долг с учетом авансовой сделки	4%	26%	28%	-4%
Коэффициенты				
	2015	2016	2017	2018
Операционная маржа	-44%	-1%	8%	8%
Маржа чистой прибыли	45%	19%	11%	10%
Долг/EBITDA	-10.7	15.7	6.7	4.9
Чистый долг/EBITDA (x) - расчет HF	-4.9	10.0	3.5	3.6
Долг/Капитал	0.5	0.5	0.6	0.6
ROA	5%	3%	4%	5%
ROE	8%	6%	8%	10%

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

Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» облигации НК КМГ, продолжая отмечать существенную роль эмитента в нефтегазовой отрасли страны и полагаем, что стимул для поддержки со стороны основного акционера не ослабнет в случае ухудшения условий на нефтяном рынке. 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.

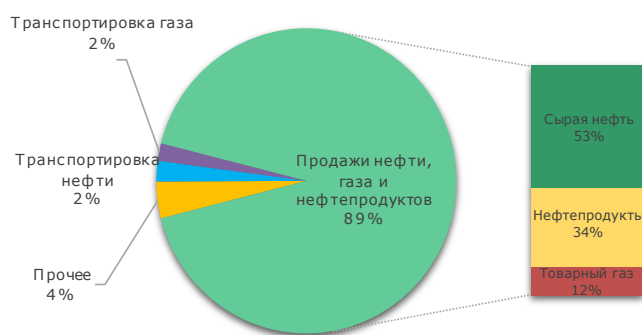
Итоги 2018г. – нефть продолжает «выручать». Укрепление выручки за 2018г. на 46%, явившееся в большей степени следствием благоприятных цен на нефть, способствовало увеличению показателя EBITDA на 30% г/г. Так, рост средней цены на марку Brent на 32% г/г (с \$54.2 в 2017г. до \$71.3 за баррель в 2018г.) вкупе с высоким спросом со стороны азиатских потребителей стали основным драйвером улучшения финансовых показателей. Несмотря на значительные увеличения расходов по «нефтяным» налогам и себестоимости покупной нефти и газа, прибыль за год укрепилась на 32%. Участие в Тенгизском проекте продолжает стоять особняком, принося в доход компании от участия в проектах львиную долю прибыли в 439млрд тенге (+51% г/г).

Кредитные рейтинги со Стабильным прогнозом. По прогнозам Fitch, свободный денежный поток будет в существенной степени положительным в среднесрочной перспективе. Moody's сохраняет предположения по поводу поддержки со стороны правительства в случае необходимости и ожидает сохранение адекватных показателей кредитоспособности компании. Предоплата за нефть рассматривается Moody's как задолженность.

Долговая нагрузка остается высокой. Займы КМГ на конец 2018г. составили 4.2трлн – сокращение на 4% г/г. Денежная позиция компании составляет T1.5трлн (+22% г/г). Чистый долг в размере T2.2трлн, рассчитываемый компанией, не включает предоплату по договорам поставки нефти. Показатель Net debt/EBITDA компании равен 1.76x. По нашим расчетам чистый долг превышает T3трлн и соотношение Net debt/EBITDA составляет 3.6x. Мы солидарны с Moody's и классифицируем предоплату по авансовым поставкам как долг.

Господдержка продолжает выступать гарантом в случае ухудшения цен на нефть. Мы по-прежнему привержены мнению касательно «сильной» господдержки в случае необходимости и сохраняем свои ожидания в отношении экстраординарной помощи от Самрук-Казына в случае ухудшения цен на нефть и в целом рыночных условий. При этом, текущие, относительно благоприятные уровни цен на нефть позволяют компании генерировать достаточный уровень денежных потоков для постепенной оптимизации долговой нагрузки. 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.

Рис. 1. Структура выручки



Источник: Данные Компании

Рис. 2. Операционная динамика



Источник: Данные Компании

Рис. 3. Себестоимость, млрд тенге	2017	2018	г/г
Закуп нефти и газа для перепродажи	1 853	2 931	58%
Материалы и запасы	876	1 382	58%
Расходы на оплату труда	312	292	-7%
Амортизация	198	248	26%
НДПИ	94	116	24%
Прочее	372	384	3%
Итого	3 704	5 353	45%

Источник: Данные Компании

Рис. 4. ОПУ, млрд тенге	2016	2017	2018	г/г
Выручка	1 857	2 459	4 794	46%
Себестоимость	-1 562	-2 380	-3 704	45%
Валовая прибыль	296	79	1 089	50%
Общие и адм. расходы	-118	-152	-200	23%
Расходы по реализации	-198	-289	-441	50%
Обесценение ОС	-3	-26	-25	571%
Убыток от выбытия ОС	-6	-4	-4	-8%
Прочий операционный доход	19	20	23	14%
Прочий операционный убыток	-15	-30	-24	-28%
Операционная прибыль	-25	-401	406	37%
Курсовая разница	-13	67	67	н/д
Финансовый доход	168	122	123	31%
Финансовые затраты	-230	-295	-306	40%
Вост-е обесценения инвестиций	-6	15	15	н/д
Выбытие дочерней компании	-	-	18	н/д
Обесценение займов выданных	-1	-	-	н/д
Доля в доходах СП и ассоц. комп.	270	415	415	68%
Прибыль до налогообложения	163	-78	719	35%
Расходы по подоходному налогу	-164	-192	-190	47%
Прибыль от продолж. деят-ти	-1	-270	529	30%
Прибыль от прекращ. деят-ти	361	789	3	н/д
Прибыль за год	360	520	525	32%

Источник: Данные Компании

*до пересчета с учетом прекращенной деятельности

Результаты за 2018г.

Доходы

Выручка НК КМГ за 2018г. составила Т6 989млрд, увеличившись на 46% г/г. В целом, росту доходов компании в прошлом году в большей степени благоприятствовала «сильная» нефть.

За 2018г. Группа реализовала сырую нефть на сумму 3.3трлн тенге, что составило 48% всей выручки. В денежном выражении реализация сырой нефти в 2018г. выросла на 44% г/г, тогда как физические объемы продажи увеличились всего на 4% г/г до 18млн тонн. Это объясняется в первую очередь увеличением средних цен реализации на 38% г/г 131тыс тенге за тонну в среднем в 2018г., что стало следствием роста мировых цен на нефть – средняя цена на марку Brent подорожала с \$54.2 в 2017г. до \$71.3 за баррель в 2018г.

Продажи нефтепродуктов на втором месте по объемам полученных доходов – более Т1.4трлн, что соответствует 52% роста в сравнении с 2017г. В 2018г. компания реализовала чуть выше 11млн тонн нефтепродуктов (+28% г/г) по более высокой цене (средняя цена выше на 18% г/г), в сравнении с 2017г. По данным компании, высокий спрос наблюдался на азиатском рынке.

Значительный рост (+112% г/г) демонстрирует продажа товарного газа, доходы от которой составили Т364млрд, что также связано с ростом продаж в Китай, а также на киргизский и российский рынки.

Экспортная часть выручки составила 98% против 2% доходов, полученных на внутреннем рынке.

Доходы от участия в проектах

По итогам прошлого года, доля в прибыли СП и ассоциированных компаний увеличилась на 68% г/г до 697млрд. Более 62% было получено от участия в Тенгизском проекте, от которого КМГ получила прибыль в размере 439млрд тенге (+51% г/г). За 2018г. дивиденды от СП и ассоциированных компаний составили 160млрд тенге, что на 41% ниже чем в 2017г., из-за моментных сдвигов в выплатах дивидендов ММГ.

Компания отразила 3.5млрд в качестве прибыли от прекращенной деятельности за счет реализации 50% доли участия в КМГ Устьурт в январе 2018г.

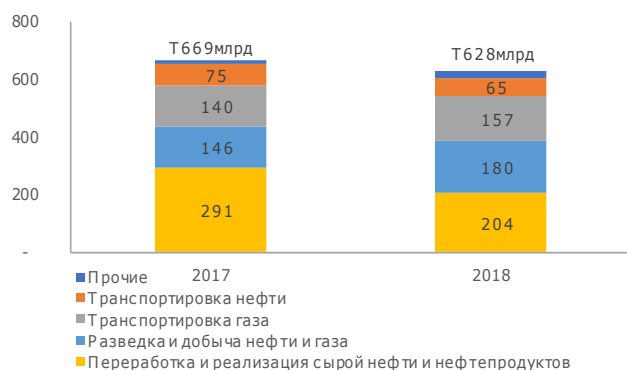
Расходы

Себестоимость выросла на 45% г/г до Т5 353млрд. Как следствие удорожания нефти относительно уровней 2017г., расходы компании на покупку готовой продукции (сырой нефти, газа и продуктов переработки газа) выросли на 58% и составили Т2 931млрд или 55% всей себестоимости. Кроме ценовой составляющей, в 2018г. КМГ увеличила объемы закупа для перепродажи.

Рост расходов на материалы и запасы также на 58% г/г обусловлен увеличением закупа нефтепродуктов для перепродажи на азиатском рынке ввиду более высокого спроса.

Сокращение расходов на зарплаты работникам (-7% г/г) было обусловлено снижением среднесписочной численности производственного персонала почти на 3тыщ ед.

Существенный рост наблюдается по расходам на реализацию – на 50% г/г до Т659млрд. Здесь отражены повышение тарифов на ж/д транспортировку и высокие объемы транспортировки газа в Китай по газопроводу Бейнеу-Шымкент. Кроме того, вслед за ростом цен на нефть последовало увеличение рентного налога и пошлин. Удельные затраты на НДПИ, рентный налог и экспортные пошлины в 2018г. увеличились на 32% г/г до \$6.45/bbl.

Рис. 5. Капзатраты


Источник: Данные Компании

Прибыль

В 2018г. компания произвела обесценение ОС на сумму Т166млрд, что в 7 раз выше аналогичных расходов в 2017г.

В результате этого, а также вследствие заметного роста операционных расходов, операционная прибыль КМГ составила Т559млрд, и при росте валовой прибыли на 50% увеличилась лишь на 37% г/г.

Чистый доход укрепился на 32% г/г, составив Т694млрд - поддержку оказало повышение прибыли от долевого участия.

CAPEX

Капитальные вложения в отчетном периоде составили чуть выше Т625млрд, сократившись на 6% г/г.

В 2018г. мы наблюдаем сокращение капитальных затрат Группы на транспортировку и переработку нефти и нефтепродуктов на 13% и 30% г/г, соответственно. На сужение капзатрат оказало влияние завершение модернизации на АНПЗ и ПНХЗ.

При том, что «Прочие» капитальные вложения показывают рост на 39%, хоть и имеют низкую долю – 22млрд тенге или 4% от общих Capex. Причина роста не приводится.

Долг и Cash

В июле 2018г. компания погасила еврооблигации на сумму \$1.6млрд. Также в течение прошлого года КМГ полностью погасила кредит перед Сбербанк России, на сумму \$400млн (из них досрочно \$371млн).

В марте 2019г. КМГ получила согласие держателей еврооблигаций (сроком погашения в 2022г., 2023г., 2027г. и 2047г.) на досрочное погашение облигаций 2044г. впоследствии которого был осуществлен полный досрочный выкуп данных Еврооблигаций на сумму \$14.4млн.

Займы КМГ на конец 2018г. составили 4.2трлн – сокращение на 4% г/г. Денежная позиция компании составляет Т1.5трлн (+22% г/г).

Чистый долг в размере Т2.2трлн, рассчитываемый компанией, не включает предоплату по договорам поставки нефти. Показатель Net debt/EBITDA компании равен 1.76x. По нашим расчетам чистый долг превышает Т3трлн и соотношение Net debt/EBITDA составляет 3.6x.

Отток денежных средств на выкуп акций РД КМГ составил Т643млрд.

Доля НК КМГ в добыче нефти

После рекордного увеличения темпов нефтедобычи в 2017г. на 10.5% г/г, по итогам 2018г. в Казахстане было добыто 90.3млн тонн нефти, что выше уровня 2017г. на 4.8% г/г. Вклад Группы КМГ составил чуть выше 26% или 24млн тонн. В тройке основных нефтедобытчиков остаются Узень и Эмба (8.3млн тонн), Тенгиз (5.7млн тонн) и месторождения Мангистаумунайгаза с объемом добычи в 3млн тонн. Доля в Кашагане и Карачагане немногим превышает 1млн тонн каждый (доля КМГ). В целом, на Кашагане добыча увеличилась значительно – по сравнению с 2017г. на 60% до 13.2млн тонн.

Кредитные рейтинги и оценка облигаций

В начале апреля Fitch подтвердило рейтинг КМГ на уровне «BBB-» со «Стабильным» прогнозом. По прогнозам Fitch, левередж по FFO (ДС от операционной деятельности) в среднем будет составлять 3.8x на валовой основе и 2.1x на чистой основе в 2019-2021гг. Ожидается более умеренные капитальные вложения (в долларовом выражении), обусловленные завершением программы модернизации НПЗ в 2018г. По прогнозам Fitch свободный денежный поток будет в существенной степени положительным в среднесрочной перспективе. Относительно

Рис. 6. Чистый долг (млрд тенге)	2017	2018	%
Долгосрочная часть	3 417	3 823	12%
Текущая часть	884	331	-63%
Задолженность итого	4 301	4 153	-3%
Cash	1 264	1 539	22%
Текущие банковские вклады	1 639	386	-76%
Чистый долг - расчеты НК КМГ	1 398	2 227	59%
Предоплата по авансовой сделке	914	864	-5%
Чистый долг - расчеты HF	2 312	3 092	34%

Источник: Данные Компании, расчеты HF

доли в Кашаганском проекте, по мнению Fitch, КМГ может выкупить долю в Кашаганском месторождении у Самрук-Казына, используя поступления от будущего IPO, если государство примет решение направить компании поступления от публичного размещения. В отсутствие IPO, Fitch испытывает сомнения в отношении выкупа компанией доли в Кашагане до тех пор, пока компания существенно не снизит сумму своего долга.

Fitch прогнозирует умеренные дивиденды от компаний, в которых КМГ имеет доли участия, в 2019-2021гг., в среднем на уровне 217 млрд. тенге (\$537млн) в год, что существенно ниже по сравнению с 380 млрд. тенге (\$2.4млрд) в 2012-2014 годы, до падения цен на нефть. Одной из причин невысокого дивидендного дохода, несмотря на существенные доли в объемах добычи аффилированных компаний и приемлемые цены на нефть, является текущий проект расширения у Тенгизшевройла, который уже приблизительно на 50% завершен. По оценкам Fitch, дивиденды, полученные НК КМГ, должны существенно вырасти ориентировочно в 2022-2023гг. ввиду более высоких выплат от ТШО, если не произойдет падения нефтяных цен.

Рейтинг на уровне Ваа3 по мнению Moody's отражает предположения Moody's высокого уровня поддержки со стороны правительства в случае необходимости и ожидание относительно стабильной добычи и транспортировки нефти и газа и растущих объемов переработки после модернизации НПЗ, поддерживаемой восстановлением цен на нефть на фоне довольно слабого тенге и того, что показатели кредитоспособности компании останутся адекватными. При этом, леввередж, скорректированный Moody's, будет несколько повышен из-за того, что предоплата за нефть рассматривается, как и в нашем случае, как задолженность. Moody's также делает акцент на сильном влиянии, оказываемом Правительством через Самрук-Казына на стратегию и операции КМГ, включая состав и распределение активов, назначение совета директоров, инвестиции, политику финансирования и управление рисками.

По мнению Moody's потенциальная реализация в 2020–22гг. колл-опциона в отношении доли в KMG Kashagan BV может негативно повлиять на кредитный профиль КМГ.

Рейтинг S&P на уровне ВВ со Стабильным прогнозом (Ноябрь, 2018г.) отражает ожидания улучшения финансовых показателей КМГ в 2019-2020гг., превышения коэффициента «FFO/скорректированный долг» значения в 20% и положительный денежный поток от операционной деятельности (FOCF). Мнение S&P 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». Базовый сценарий S&P предполагает, что КМГ будет выплачивать лишь небольшие дивиденды и предоставлять лишь ограниченные объемы займов своему прямому собственнику Самрук-Казына после рефинансирования долга на уровне материнской компании в 2018г. и получения долгового финансирования для ее крупнейших капитальных проектов — газопроводов United Chemical и Сарыарка. По мнению S&P, средняя производительность Кашаганского нефтяного месторождения 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.

Благодаря выкупу акций РД КМГ у миноритарных акционеров приблизительно за \$2млрд в начале 2018г. КМГ, как считает S&P, может использовать большую часть консолидированных средств на балансе для обслуживания долга. Ожидания

«высокой» вероятности предоставления экстраординарной государственной поддержки по мнению S&P имеют место. Тем не менее, агентство сохраняет взгляды относительно сложности предоставления помощи через Самрук-Казына и терпимостью государства к высокой долговой нагрузке КМГ.

В свою очередь, мы также привержены мнению касательно «сильной» господдержки в случае необходимости и сохраняем свои ожидания в отношении экстраординарной помощи от Самрук-Казына в случае ухудшения цен на нефть и в целом рыночных условий. При этом, текущие, относительно благоприятные, уровни цен на нефть позволяют компании генерировать достаточный уровень денежных потоков для постепенной оптимизации долговой нагрузки.

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. 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».

© 2019 г., все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чуев	Заместитель директора
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Алия Асильбекова	Долевые инструменты
Владислав Туркин	Долговые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
a.assilbekova@halykfinance.kz
v.turkin@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Айжана Молдахметова	Институциональные инвесторы
Шынар Жаканова	Институциональные инвесторы
Дарья Манеева	Розничные инвесторы
Азиза Ордабаева	Розничные инвесторы
Алия Абдумажитова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
a.moldakhmetova@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
d.maneyeva@halykfinance.kz
a.ordabayeva@halykfinance.kz
a.abdumazhitova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance