



ҚазМұнайГаз
NATIONAL COMPANY ҰЛТТЫҚ КОМПАНИЯСЫ

"ҚазМұнайГаз" ұлттық компаниясы" АҚ
Қазақстан Республикасы, 010000, Астана қ.,
Қабанбай батыр даңғылы, 19
тел.: +7 (7172) 976 101
факс: +7 (7172) 976 000, 976 001
e-mail: Astana@kmg.kz

АО "Национальная компания "КазМұнайГаз"
Республика Казахстан, 010000, г. Астана,
пр. Кабанбай батыра, 19
тел.: +7 (7172) 976 101
факс: +7 (7172) 976 000, 976 001
e-mail: Astana@kmg.kz

JSC "National Company "KazMunayGas"
19, Kabanbay batyr Ave., Astana, 010000,
Republic of Kazakhstan
tel.: +7 (7172) 976 101
fax: +7 (7172) 976 000, 976 001
e-mail: Astana@kmg.kz

« 03 » июля 2015 жыл
№ 102-28/3513

Президенту АО
«Казахстанская фондовая биржа»
Кабашеву М.

Уважаемый Максат Рахимжанович!

Настоящим в соответствии с листинговыми правилами АО «Казахстанская фондовая биржа» направляем Вам прилагаемую информацию о рейтинге Fitch Ratings.

Приложение: рейтинг-релиз на 11 листах.

Заместитель председателя Правления
по Корпоративному центру


37 Д.Берлибаев

Исп.: Куандыкова А.
Тел.: 976358

0144616

Fitch подтвердило рейтинг Национальной компании КазМунайГаз на уровне «BBB», прогноз «Стабильный»

(перевод с английского языка)

Fitch Ratings-Москва/Лондон-01 июля 2015 г. Fitch Ratings подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») Национальной компании КазМунайГаз, Казахстан (далее – «НК КМГ») в иностранной валюте на уровне «BBB» со «Стабильным» прогнозом. Одновременно агентство подтвердило приоритетный необеспеченный рейтинг KazMunaiGaz Finance Sub B.V. в иностранной валюте на уровне «BBB». Полный список рейтинговых действий приведен в конце этого сообщения.

НК КМГ находится в 100-процентной госсобственности и является холдинговой компанией для участия Казахстана («BBB+»/прогноз «Стабильный») в нефтегазовом секторе, включая разведку, добычу, транспортировку и переработку. Компания рейтингуется на один уровень ниже суверенного рейтинга. Данный рейтинговый подход основан на наших ожиданиях, что государство предоставит достаточную и своевременную поддержку группе в случае необходимости. Мы расцениваем предлагаемую покупку части доли НК КМГ в Кашаганском месторождении материнской структурой, Фондом национального благосостояния Самрук-Казына («BBB+»/прогноз «Стабильный»), как явную демонстрацию такой поддержки.

Однако слабые в настоящее время текущие показатели кредитоспособности, если они сохранятся, указывали бы на самостоятельную кредитоспособность в категории «B», в то время как исторически мы оценивали ее в категории «BB». Если государство позволит таким слабым показателям кредитоспособности сохраняться неопределенное время, это может заставить нас пересмотреть наши ожидания в отношении господдержки и увеличить разницу в рейтингах между Казахстаном и НК КМГ.

Мы прогнозируем, что скорректированный валовый леверидж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) у компании может продолжить ухудшение в 2015 г., но постепенно возвратится на уровни конца 2013 года (около 3,5x) к концу 2017 г. Способность НК КМГ генерировать FFO ухудшится в 2015-2016 гг. ввиду более низкой EBITDA от ее основной добывающей дочерней компании и более низких дивидендов от СП группы. В конце 2014 г. обеспеченность постоянных платежей группы по FFO снизилась до 3,7x с 6x в конце 2013 г., в то время как скорректированный валовый леверидж по FFO вырос до 6,3x с 3,4x годом ранее.

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Рейтинги отсчитываются от суверенного рейтинга

Отсутствие прямой государственной гарантии по значительной части долга НК КМГ не позволяет полностью увязать рейтинги компании с рейтингом Казахстана, несмотря на их сильные связи. Рейтинги компании находятся на один уровень ниже суверенных рейтингов. Данный рейтинговый подход основан на наших ожиданиях, что государство предоставит достаточную и своевременную поддержку группе в случае необходимости.

Сделка с Самрук-Казыной обеспечивает поддержку

НК КМГ заявила о намерении продать половину KMG Kashagan B.V., которому принадлежит 16,88% в Кашаганском месторождении, Самрук-Казыне, своей промежуточной материнской структуре, за денежные средства в размере около 4,7 млрд. долл. и использовать эти поступления для погашения части долга. Мы считаем, что в случае завершения сделки это поможет НК КМГ улучшить свои финансовые показатели в среднесрочной перспективе. Кроме того, мы рассматриваем данную сделку как

свидетельство продолжения оказания государственной поддержки компании, а «Стабильный» прогноз учитывает ожидания, что сделка будет осуществлена, как и планируется.

Мы не рассматриваем потенциальное нарушение ковенантов по отношению чистого долга к EBITDA в 3,5х, указанных в документации по еврооблигациям НК КМГ, на устранение которого нацелена сделка, как краткосрочный риск ликвидности, поскольку это ковенант лишь по привлечению долга, который не повлечет за собой ускорения выплат по облигациям, составляющим основную часть долга НК КМГ. Некоторые кредитные соглашения компании включают ковенанты, требующие поддержания определенного уровня показателей, но, с учетом их менее строгих определений, мы считаем маловероятным, что эти ковенанты будут нарушены в ближайшее время, даже если не будет продана доля в Кашаганском проекте.

Более слабые результаты добывающего сегмента за 2015 г.

Деятельность НК КМГ в добывающем сегменте вносит важный вклад в EBITDA и денежные потоки компании. Мы ожидаем, что этот сегмент обеспечит меньшую долю FFO группы в 2015 г. ввиду более низких цен на нефть. Агентство считает, что условием роста добычи углеводородов в стране в среднесрочной и долгосрочной перспективе является успешный запуск новых нефтегазовых проектов в Казахстане в рамках совместных предприятий, доли в которых принадлежат НК КМГ. С другой стороны, основная задача дочерней структуры АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» («РД КМГ»), в которой НК КМГ имеет мажоритарную долю, – справиться со снижением добычи на своих зрелых нефтяных месторождениях.

В 2014 г. средняя экспортная цена нэтбэк у РД КМГ превысила 50 долл./барр., а экспортные продажи составили 5,6 млн. тонн, в то время как объемы внутренних продаж и поставок в Россию были равны 2,4 млн. тонн при средней цене нэтбэк в 25-35 долл./барр. Мы ожидаем, что прибыльность у РД КМГ ухудшится ввиду снижения доли нефтяного экспорта в 2015-2018 гг. и более высокой доли продаж на внутреннем рынке.

Неудачный запуск гигантского Кашаганского нефтяного месторождения в октябре 2013 г. (в котором НК КМГ владеет долей) подчеркивает характерные риски при реализации проектов в нефтегазовой отрасли, в частности при работе в экологически чувствительных регионах и на месторождениях с высоким давлением и высоким содержанием серы. Являясь одним из партнеров по проекту, НК КМГ отвечает за свою долю проектных затрат, необходимых для перезапуска Кашаганского месторождения. По информации компании, работы по замене труб и другие ремонтные работы на Кашагане идут по графику, и запуск добычи намечен на 2017 г.

Снижение дивидендов от СП

Хотя дивиденды от совместных предприятий и аффилированных структур НК КМГ останутся основным источником денежных средств в среднесрочной перспективе, мы ожидаем, что дивидендные поступления сократятся в 2015-2018 гг. В 2014 г. НК КМГ получила чистые дивиденды от СП и аффилированных структур на 302 млрд. тенге, а чистый денежный поток от консолидируемых предприятий составил 268 млрд. тенге. В 2014 г. ТОО Тенгизшевройл, крупнейшее СП НК КМГ по объему дивидендов, выплатило НК КМГ дивиденды на 187 млрд. тенге, что представляет собой снижение относительно 254 млрд. тенге годом ранее. Мы ожидаем более низкие выплаты от ТОО Тенгизшевройл в 2015-2016 гг. ввиду более слабого генерирования денежных средств и крупных планов расширения у этой компании, а наш прогноз по совокупным дивидендам за этот период

составляет лишь немногим более 300 млрд. тенге, что значительно меньше платежей в последнее время.

Крупные капвложения в модернизацию НПЗ

Нефтепереработка и сбыт являются важным сегментом для группы. В 2014 г. объем производства у дочерних компаний в этом сегменте, АО КазМунайГаз Переработка и Маркетинг и KMG International, составил 14,9 млн. тонн нефтепродуктов (без учета производства на СП Шымкентский НПЗ). В настоящее время группа проводит модернизацию Атырауского НПЗ, самого старого в стране. Кроме того, в 2014 г. группа начала модернизацию еще двух НПЗ, Шымкентского и Павлодарского, которая должна быть завершена к концу 2016 г., чтобы обеспечить соответствие всех нефтепродуктов стандартам Евро-4 и Евро-5. НК КМГ ожидает, что общий объем инвестиций в проекты переработки и сбыта составит почти 2,6 млрд. долл. в 2015-2016 гг. Хотя программа модернизации НПЗ имеет ограниченную гибкость в плане размера, мы отмечаем, что в 2015-2016 гг. капитальные вложения в сегмент переработки и сбыта могут оказаться ниже, чем планировалось, ввиду потенциальных задержек.

Ожидается высокий валовый леверидж

Группа продолжает полагаться на внешние заимствования для финансирования капиталовложений. Как следствие, в своем анализе мы по-прежнему фокусируемся на показателях валового левериджа НК КМГ, поскольку мы не считаем, что существенный остаток денежных средств у группы на 31 марта 2015 г. в размере 1,1 трлн. тенге, включая краткосрочные депозиты, полностью компенсирует ее высокий леверидж.

Программа капиталовложений НК КМГ на сумму 1,3 трлн. тенге (6,9 млрд. долл.) в 2015-2016 гг. будет частично финансироваться за счет заимствований. Мы прогнозируем, что группа продолжит генерировать отрицательный свободный денежный поток в эти годы, и, по нашим оценкам, ее скорректированный валовый леверидж по FFO может превысить 5x в 2015-2016 гг., до того как вернется на уровень около 3,5x в 2017 г. Валовые показатели обеспеченности долга и левериджа у НК КМГ в 2015-2016 гг. сопоставимы с показателями у нефтегазовых компаний Европы, Ближнего Востока и Африки с рейтингами «В» на самостоятельной основе.

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

Позитивные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут в отдельности или вместе привести к позитивному рейтинговому действию, включают:

- Повышение суверенного рейтинга.

Негативные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут в отдельности или вместе привести к негативному рейтинговому действию, включают:

- Свидетельства ослабления господдержки, например, непредоставление государством своевременной материальной финансовой поддержки компании.

- Отсутствие улучшения показателей кредитоспособности на самостоятельной основе до уровней, сопоставимых с нефтегазовыми компаниями с рейтингом в середине категории «ВВ», например, скорректированный валовый леверидж по FFO на уровне 3,8x и обеспеченность постоянных платежей на уровне в 6x в среднесрочной перспективе.

ЛИКВИДНОСТЬ И СТРУКТУРА ДОЛГА

Управляемые сроки погашений

Краткосрочный долг группы в размере 304 млрд. тенге (1,6 млрд. долл.) покрывался ее денежными средствами на сумму 383 млрд. тенге и краткосрочными финансовыми вложениями в размере 742 млрд. тенге на конец марта 2015 г. Мы ожидаем, что НК КМГ будет иметь отрицательный свободный денежный поток на уровне около 260 млрд. тенге в 2015-2017 гг. ввиду слабых цен на нефть и высоких капиталовложений в нефтепереработку. Согласно информации от НК КМГ, на 31 марта 2015 г. компания имела неиспользованные кредитные линии в размере около 427 млрд. тенге (2,3 млрд. долл.), что поддерживает ее краткосрочную ликвидность.

Более слабый тенге обуславливает повышение левериджа

На конец марта 2015 г. НК КМГ имела валовый долг, находящийся на балансе компании, объемом почти в 3,2 трлн. тенге (17,3 млрд. долл.), около 63% которого было на уровне материнской компании. Fitch также включает в леверидж группы полную сумму гарантии по кредиту в 101 млрд. тенге (545 млн. долл.), предоставленной совместному предприятию ТОО «Газопровод «Бейнеу-Шымкент».

В наших прогнозах мы исходим из того, что 20-процентная девальвация тенге произойдет позднее в 2015 г., в соответствии с допущениями аналитической группы Fitch по суверенным рейтингам. На конец марта 2015 г. свыше 91% заимствований группы были номинированы в иностранной валюте, главным образом в долларах США. Поскольку НК КМГ указывает результаты в отчетности в тенге, возможная девальвация сразу приведет к увеличению левериджа, в то время как выручка и EBITDA с привязкой к доллару увеличатся со временем, так как 76% выручки группы и 53% ее расходов в 2014 г. были номинированы в долларах США.

КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Ключевые допущения Fitch, использованные в рейтинговом сценарии агентства для эмитентов, включают:

- Неизменные уровни добычи нефти и газа. Мы не ожидаем, что НК КМГ получит дивиденды по Кашаганскому проекту в 2017-2018 гг.
- Более высокие объемы нефтепродуктов, продаваемых в Казахстане в 2016-2018 гг., и умеренное увеличение средних цен на продаваемые нефтепродукты после проводимой модернизации НПЗ.
- Средний обменный курс тенге к доллару в 203,7 в 2015 и 227,5 в 2016-2018 гг.
- Суммарные капвложения в размере 1,7 трлн. тенге в 2015-2018 гг.
- Выплата дивидендов в пользу АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» («ВВВ+»/прогноз «Стабильный») на уровне 15% от чистой прибыли в 2015 г. и далее.
- Материальная и своевременная финансовая поддержка от правительства Казахстана.
- Цена на нефть Brent на уровне 55 долл./барр. в 2015 г., 65 долл. в 2016 г., 75 долл. в 2017 г. и 80 долл. в 2018-2019 гг.

ПОЛНЫЙ СПИСОК РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ

НК КМГ

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «ВВВ», прогноз «Стабильный»

Долгосрочный РДЭ в национальной валюте подтвержден на уровне «ВВВ+», прогноз «Стабильный»

Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «F3»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте подтвержден на уровне «ВВВ»

Приоритетный необеспеченный рейтинг в национальной валюте подтвержден на уровне «BBB+».

KazMunaiGaz Finance Sub B.V.

Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте подтвержден на уровне «BBB».

Контакты:

Ведущий аналитик
Вячеслав Демченко
Аналитик
+7 495 956 9901

Главный аналитик
Максим Эдельсон
Старший директор
+7 495 956 9901
Фитч Рейтингз СНГ Лимитед
26, ул. Валовая
Москва 115054

Председатель комитета
Рэймонд Хилл
Старший директор
+44 20 3530 1079

Контакты для прессы в Москве: Юлия Бельская фон Телль, Москва, тел.: + 7 495 956 9908/9901, julia.belskayavontell@fitchratings.com

Дополнительная информация представлена на сайтах www.fitchratings.com и www.fitchratings.ru.

Применимые методологии:

«Рейтингование корпоративных эмитентов: включая краткосрочные рейтинги и увязку рейтингов материнской и дочерней структур»/Corporate Rating Methodology - Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage (28 мая 2014 г.):

https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=749393

Аналитические материалы по теме:

«Пересмотр наших допущений по ценам на нефть и газ (увеличение спреда Brent-WTI и более низкая цена на природный газ)»/Revising Our Oil and Gas Price Assumptions (Wider Brent-WTI Spread and Lower Natural Gas Price)

https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=866938

Дополнительное раскрытие информации:

[Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form](#)

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

НА ВСЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ FITCH РАСПРОСТРАНЯЮТСЯ ОПРЕДЕЛЕННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДИСКЛЕЙМЕРЫ. МЫ ПРОСИМ ВАС ОЗНАКОМИТЬСЯ С ЭТИМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ И ДИСКЛЕЙМЕРАМИ ПО ССЫЛКЕ: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). КРОМЕ ТОГО, ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ И УСЛОВИЯ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДОСТУПНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ ИНТЕРНЕТ-САЙТЕ АГЕНТСТВА WWW.FITCHRATINGS.COM. НА САЙТЕ В ПОСТОЯННОМ ДОСТУПЕ ТАКЖЕ РАЗМЕЩЕНЫ СПИСКИ ОПУБЛИКОВАННЫХ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИИ ПРИСВОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ. В РАЗДЕЛЕ «КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ» САЙТА НАХОДЯТСЯ КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ FITCH, ПОЛИТИКА АГЕНТСТВА В

ОТНОШЕНИИ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ, КОНФЛИКТОВ ИНТЕРЕСОВ, «КИТАЙСКОЙ СТЕНЫ» МЕЖДУ АФФИЛИРОВАННЫМИ СТРУКТУРАМИ, ПОЛИТИКА НАДЗОРА ЗА СОБЛЮДЕНИЕМ УСТАНОВЛЕННЫХ ПРАВИЛ И ПРОЧЕЕ. РУССКОЯЗЫЧНЫЕ ВЕРСИИ ОПРЕДЕЛЕНИЙ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИЙ ИХ ПРИСВОЕНИЯ, СПИСКОВ РЕЙТИНГОВ И АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ ПО ЭМИТЕНТАМ РОССИИ И СНГ РАЗМЕЩЕНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ РУССКОЯЗЫЧНОМ САЙТЕ АГЕНТСТВА WWW.FITCHRATINGS.RU. FITCH МОГЛО ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ДРУГИЕ РАЗРЕШЕННЫЕ УСЛУГИ РЕЙТИНГУЕМОМУ ЭМИТЕНТУ ИЛИ СВЯЗАННЫМ С НИМ ТРЕТЬИМ СТОРОНАМ. ИНФОРМАЦИЯ О ДАННОЙ УСЛУГЕ ПРИМЕНИТЕЛЬНО К РЕЙТИНГАМ, ПО КОТОРЫМ ВЕДУЩИЙ АНАЛИТИК БАЗИРУЕТСЯ В ЮРИДИЧЕСКОМ ЛИЦЕ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННОМ В ЕС, ПРЕДСТАВЛЕНА НА КРАТКОЙ СТРАНИЦЕ ПО ЭМИТЕНТУ НА ВЕБСАЙТЕ FITCH.

Fitch Affirms National Company KazMunayGas at 'BBB'; Outlook Stable

Fitch Ratings-Moscow/London-01 July 2015: Fitch Ratings has affirmed JSC National Company KazMunayGas's (NC KMG or the group) Long-term foreign currency Issuer Default Rating (IDR) at 'BBB' with a Stable Outlook. Fitch has also affirmed KazMunayGas Finance Sub B.V.'s foreign currency senior unsecured rating at 'BBB'. A full list of rating actions is at the end of this release.

Wholly state-owned NC KMG is a holding company for Kazakhstan's (BBB+/Stable) interests in the oil & gas sector, including upstream, transportation and refining operations. Its ratings are notched down one notch from the sovereign's. The rating approach is based on our expectation that the state will provide sufficient and timely tangible support to the group when needed. We view the proposed purchase of part of NC KMG's stake in Kashagan by its parent, JSC Sovereign Wealth Fund Samruk-Kazyna (BBB+/Stable), as a clear reflection of this support.

However, the current weak credit metrics, if sustained, would point to a 'B' range standalone credit profile, compared with our historical assessment of NC KMG's standalone profile as in the 'BB' range. Were the state to allow such weak credit metrics to persist indefinitely, this may cause us reassess our expectation of state support and to widen the notching between Kazakhstan and NC KMG.

We forecast that NC KMG's funds from operations (FFO) adjusted gross leverage may deteriorate further in 2015 but will gradually revert to end-2013 levels of around 3.5x by end-2017. NC KMG's ability to generate FFO will deteriorate in 2015-2016 on lower EBITDA from its main upstream subsidiary and lower dividends from the group's joint ventures (JVs). At end-2014, the group's FFO fixed charge coverage declined to 3.7x, down from 6x at end-2013, while its FFO adjusted gross leverage was 6.3x, up from 3.4x a year ago..

KEY RATING DRIVERS

Ratings Notched Down from Sovereign

The absence of an explicit state guarantee for a significant portion of NC KMG's debt prevents full rating alignment between Kazakhstan and NC KMG, despite their strong links. We notch the group's ratings down one notch from the sovereign ratings. The rating approach is based on our expectation that the state will provide sufficient and timely tangible support to the group when needed.

Samruk-Kazyna's Deal Provides Support

NC KMG has announced its intention to sell half of KMG Kashagan B.V., which holds 16.88% stake in Kashagan, to Samruk-Kazyna, its immediate parent, for around USD4.7bn in cash and to use the cash proceeds to repay a portion of its debt. We believe that if completed, this deal would help NC KMG improve its financial profile over the medium term. We also view this transaction as evidence of continued state support for NC KMG, and the Stable Outlook factors in the expectation that the deal will be concluded as proposed.

We do not consider the potential breach of the 3.5x net debt:EBITDA covenant in NC KMG's Eurobond documents, which the transaction seeks to cure, as an imminent liquidity risk, since it is incurrence only and would not trigger acceleration of the bonds, which make up the bulk of NC KMG's debt. Some of the company's loan agreements include maintenance covenants but given

looser definitions therein we believe it unlikely these covenants would be breached in the near term, even in the absence of the Kashagan stake sale.

Weaker 2015 Upstream Results

NC KMG's upstream is an important contributor to its EBITDA and cash flows. We expect upstream to contribute less to the group's FFO in 2015 due to lower oil prices. We view a successful launch of Kazakhstan's new oil and gas projects operated by JVs in which NC KMG has a stake as a pre-requisite for the country's hydrocarbons production growth in the medium to long term. This is in contrast to JSC KazMunaiGas Exploration Production (KMG EP), NC KMG's majority-owned subsidiary, whose primary goal is to manage production decline from its mature oilfields.

In 2014, KMG EP's average export netback exceeded USD50 per barrel (bbl) and export sales were 5.6m tonnes, while domestic sales and supply volumes to Russia amounted to 2.4m tonnes with average netbacks of USD25/bbl-USD35/bbl. We expect the profitability of KMG EP to deteriorate due to a declining share of oil exports in 2015-2018 and a higher share of domestic sales.

The failed launch of the colossal Kashagan oilfield in October 2013, in which NC KMG has a stake, highlights the project execution risks inherent in the oil and gas industry, particularly when operating in environmentally sensitive areas and working with high-pressure, high-sulphur reservoirs. As a project partner, NC KMG is responsible for its share of project costs to re-launch Kashagan. According to the company, the pipeline replacement and other remedial works in Kashagan are on schedule and the production re-launch is expected in 2017.

JVs' Dividends Decline

Although dividends from NC KMG's JVs and affiliates will remain one of its key sources of cash over the medium term, we expect the dividend stream to decline in 2015-2018. In 2014, NC KMG received KZT302bn in net dividends from JVs and associates, while it generated KZT268bn in net cash flows from its consolidated operations. In 2014, TengizChevroil LLP (TCO), NC KMG's largest JV by dividend contribution, paid NC KMG dividends of KZT187bn, down from KZT254bn a year ago. In 2015-2016, we expect lower payouts from TCO due to weaker cash generation and its large expansion plans, while our total dividend forecast during this period stands at just over KZT300bn, significantly lower than recent payments.

Large Capex for Refinery Upgrades

Refining and marketing is an important segment for the group. Its downstream subsidiaries, KMG RM and KMG International, produced 14.9m tonnes of oil products in 2014, excluding the output of Shymkent refinery, a JV. The group is currently undertaking the upgrade of its Atyrau refinery, which is the country's oldest. In 2014, it also started upgrading two other refineries in Shymkent and Pavlodar to be completed by end-2016 to ensure that all its oil products are compliant with Euro-4 and Euro-5 emission standards. NC KMG estimates its total investments in downstream at nearly USD2.6bn in 2015-2016. Although the refinery upgrade programme has limited flexibility in terms of size, we note the 2015-2016 downstream capex may end up lower than projected due to potential delays.

High Gross Leverage Expected

The group continues to rely on external debt financing for capex funding. Therefore, we continue to focus our analysis on NC KMG's gross leverage metrics because we do not consider the group's

significant cash balance at 31 March 2015 of KZT1.1trn, including short-term deposits, fully offsets its high leverage.

NC KMG's KZT1.3tn (USD6.9bn) capex programme in 2015-2016 will be partially debt-funded. We forecast that the group will continue generating negative free cash flow over this period and estimate that its FFO adjusted gross leverage may exceed 5x in 2015-2016, before returning to around 3.5x in 2017. NC KMG's gross coverage and leverage ratios in 2015-2016 are commensurate with those of 'B' rated EMEA oil & gas companies on a standalone basis.

RATING SENSITIVITIES

Positive: Future developments that may, individually or collectively, result in positive rating action include:

- A sovereign upgrade.

Negative: Future developments that may, individually or collectively, result in negative rating action include:

- Evidence of weakening state support, ie, the state's failure to provide timely tangible financial support to the company.

- Failure to improve the standalone credit metrics to those commensurate with a mid 'BB' rating category oil & gas company, eg, FFO adjusted gross leverage of 3.8x and fixed charge cover ratio of 6x over the medium term.

LIQUIDITY AND DEBT STRUCTURE

Manageable Maturities

The group's short-term debt of KZT304bn (USD1.6bn) was covered by its cash of KZT383bn and short-term investments of KZT742bn at end-March 2015. We expect NC KMG to generate nearly KZT260bn in negative free cash flows in 2015-2017, owing to weak oil prices and high downstream capex. According to NC KMG, it had approximately KZT427bn (USD2.3bn) of unused credit lines at 31 March 2015, which supports its short-term liquidity.

Weaker Tenge Drives Leverage Up

At end-March 2015, NC KMG had gross balance sheet debt of nearly KZT3.2trn (USD17.3bn), about 63% of which was at the parent company's level. Fitch also includes in the group's leverage the full amount of KZT101bn (USD545m) loan guarantee provided to Beineu-Shymkent Pipeline LLP, a JV.

In our forecasts, we assume that a 20% devaluation of the tenge occurs later in 2015, in line with Fitch's sovereign team assumptions. At end-March 2015, over 91% of the group's borrowings were denominated in foreign currencies, primarily in US dollars. As NC KMG reports its results in tenge, a possible devaluation will immediately increase its leverage, while its US dollar-linked revenues and EBITDA will increase gradually over time, as 76% of the group's revenues and 53% of its costs in 2014 were US dollar-denominated.

KEY ASSUMPTIONS

Fitch's key assumptions within our rating case for the issuers include:

- Stagnant oil and gas production. We do not expect Kashagan to pay dividends to NC KMG in 2017-2018.
- Higher volumes of oil products sold in Kazakhstan in 2016-2018 and a modest increase in average prices of oil products sold following the ongoing upgrades of refineries.
- Average USD/KZT exchange rate of 203.7 in 2015 and 227.5 in 2016-2018.
- KZT1.7tn of total capex over 2015-2018.
- Dividend payout to JSC Sovereign Wealth Fund Samruk-Kazyna (BBB+/Stable) at 15% of net income in 2015 and thereafter.
- Tangible and timely financial support from the government of Kazakhstan.
- Brent oil price equal to USD55/bbl in 2015, USD65 in 2016, USD75 in 2017 and USD80 in 2018-19.

FULL LIST OF RATING ACTIONS

NC KMG

Long-term foreign currency IDR: affirmed at 'BBB'; Outlook Stable

Long-term local currency IDR: affirmed at 'BBB+'; Outlook Stable

Short-term foreign currency IDR: affirmed at 'F3'

Foreign currency senior unsecured rating: affirmed at 'BBB'

Local currency senior unsecured rating: affirmed at 'BBB+'

KazMunaiGaz Finance Sub B.V.

Foreign currency senior unsecured rating: affirmed at 'BBB'

Contact:

Principal Analyst
Slava Demchenko
Analyst
+7 495 956 9901

Supervisory Analyst
Maxim Edelson
Senior Director
+7 495 956 9901
Fitch Ratings CIS Limited
26 Valovaya Street
Moscow 115054

Committee Chairperson
Raymond Hill
Senior Director
+44 20 3530 1079

Media Relations: Julia Belskaya von Tell, Moscow, Tel: +7 495 956 9908, Email: julia.belskayavontell@fitchratings.com

Additional information is available on www.fitchratings.com

Applicable Criteria

Corporate Rating Methodology - Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage (pub. 28 May 2014)

Related Research

Revising Our Oil and Gas Price Assumptions (Wider Brent-WTI Spread and Lower Natural Gas Price)

Additional Disclosures

Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form

Solicitation Status

Endorsement Policy

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE 'CODE OF CONDUCT' SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.