

Инвестиционный потенциал нефтедобычи Казахстана – оценка 2025 года

Введение

ENERGY Insights & Analytics начал проводить оценку инвестиционного потенциала нефтедобывающей отрасли Казахстана в прошлом году посредством [комплексного анализа ключевых показателей эффективности](#) крупнейших нефтедобывающих компаний страны и расчета справедливой стоимости всего сектора. С учетом меняющихся рыночных условий и появления новых данных настало время обновить наш анализ и уточнить ключевые допущения, лежащие в основе нашей оценки.

В Казахстане порядка ста нефтедобывающих компаний, каждая со своими особенностями и потенциалом развития. ENERGY Insights & Analytics проанализировал и сравнил фактические результаты деятельности крупнейших по добыче нефти компаний, а также рассчитал инвестиционный потенциал через показатель NPV - краеугольный показатель, который показывает «сколько денег в отрасли».

В целях данного аналитического материала под инвестиционным потенциалом понимается возможность нефтедобывающего предприятия и его владельцев осуществлять инвестиции в поддержание деятельности компании и дальнейшее развитие.

Наилучшим, по нашему мнению, мерилom инвестиционного потенциала является показатель NPV (Net Present Value, Чистая Приведённая Стоимость), который представляет собой сумму дисконтированных чистых денежных потоков, приведённых к сегодняшнему дню. В чистых денежных потоках уже учтены налоги и обязательные сборы, а также инвестиции. В свою очередь ставка дисконтирования учитывает интерес собственников и стоимость заемного финансирования. Таким образом, NPV отражает количество денег, которые могут быть направлены владельцами на новые проекты, в том числе в нефтегазовую отрасль. Таким образом, чем больше положительное значение NPV, тем больше инвестиционный потенциал.

Высокий инвестиционный потенциал приводит к высокой инвестиционной привлекательности – у владельцев капитала существует целесообразность инвестирования в конкретное предприятие и/или отрасль.

Используя подход «снизу вверх» NPV рассчитан по пятнадцати крупнейшим нефтегазовым компаниям Казахстана (см. раздел «Выборка компаний для анализа»). В связи с высокой концентрацией (91% и 92% по объему добычи в 2024 году и за девять месяцев 2025 года соответственно) рассматриваемых компаний, сумму NPV этих компаний можно принять в качестве инвестиционного потенциала всей нефтедобывающей отрасли Казахстана.

Источники информации

Показатели сравнительного анализа (бенчмаркинга) и инвестиционный потенциал рассчитан на основе публично доступной информации, включая годовые отчеты самих компаний и связанных с ними организаций, аудированные отдельные финансовые отчетности (с интернет-ресурса Депозитария финансовой отчетности для организаций публичного интереса Казахстана), данные с официальных сайтов компаний, а также подготовленных ENERGY Insights & Analytics финансово-экономических моделях крупных нефтегазовых проектов по разработке месторождений Тенгиз, Кашаган и Карачаганак.

Выборка компаний для анализа

В периметр Аналитической платформы EXia, с помощью которой подготовлен настоящий материал, входит 50 нефтедобывающих компаний Казахстана из итого 97 (с добычей больше нуля) с долей 97% от общей добычи нефти¹ в 2024 году. Для целей настоящего анализа и наглядности было выбрано пятнадцать крупнейших компаний по объему добычи нефти в 2024 году, с долей 91% от общей добычи нефти в 2024 году. В анализ не вошли филиалы компаний «Buzachi Operating Ltd» и «Dunga Operating GmbH» с добычей в 2024 году 1,1 и 0,6 млн тонн соответственно (1,2% и 0,7% от итого добычи нефти в Казахстане в 2024 году), так как их деятельность регулируется соответствующими соглашениями о разделе продукции, и, следовательно, информация об их финансово-экономических результатах деятельности отсутствует в

¹ Здесь и далее под нефтью подразумевается сырая нефть и газовый конденсат

открытых источниках². Создание финансово-экономических моделей по данным компаниям планируется ENERGY Insights & Analytics в будущем.

Таким образом, ENERGY Insights & Analytics проведен анализ финансовых и производственных показателей за 2023–2024 годы следующих 15 нефтегазодобывающих компаний.

		Добыча нефти, млн. тонн	
Наименование компании	Краткое наименование	2024	2023
ТОО "ТЕНГИЗШЕВРОЙЛ"	ТШО	27,81	28,89
НОРТ КАСПИАН ОПЕРЕЙТИНГ КОМПАНИ	НКОК	17,42	18,77
КАРАЧАГАНАК ПЕТРОЛИУМ ОПЕРЕЙТИНГ	КПО	12,19	12,06
АО "МАНГИСТАУМУНАЙГАЗ"	ММГ	6,17	6,15
АО "ОЗЕНМУНАЙГАЗ"	ОМГ	5,10	4,88
АО "ЭМБАМУНАЙГАЗ"	ЭМГ	2,79	2,72
АО "СНПС-АКТОБЕМУНАЙГАЗ"	СНПС-АМГ	2,50	2,68
АО "КАРАЖАНБАСМУНАЙ"	КБМ	2,15	2,05
ТОО "СП "КАЗГЕРМУНАЙ"	КГМ	1,04	1,19
АО "КАСПИЙ НЕФТЬ"	КН	0,83	0,90
АО "ПЕТРОКАЗАХСТАН К.Р."	ПККР	0,50	0,55
ТОО "КАЗАХОЙЛ АКТОБЕ"	КОА	0,48	0,51
ТОО "КАЗАХТУРКМУНАЙ"	КТМ	0,44	0,44
АО "КОЖАН"	КОЖАН	0,44	0,49
ТОО "КЕН-САРЫ"	КС	0,37	0,33
Прочие компании - в периметре EXia	Прочие - в EXia	4,48	4,74
Прочие компании - вне периметра EXia	Прочие - вне EXia	3,04	2,63
Итого добыча		87,75	89,97
Среднее значение		0,92	0,95
Медиана		0,06	0,07
Количество компаний		95	92
Доля ТОП-15		91%	92%

Источник: ENERGY Insight & Analytics

Количество нефтедобывающих компаний с добычей больше нуля увеличилось с 92 в 2023 году до 95 в 2024 году³. Концентрация добычи среди нефтедобывающих компаний является высокой, на ТОП-15 из 95 компаний приходится 91% добычи 2024 года, что на один процент ниже, чем в 2023 году. В 2024 году среднее значение годовой добычи среди 95 компаний 0,92 млн тонн в год (0,98 млн тонн в 2023 году), однако медианное

² Соглашение о разделе продукции не является контрактом на недропользование, как следствие компания не является организацией публичного интереса, а следовательно, не обязано размещать информацию в Депозитарии финансовой отчетности Министерства финансов Республики Казахстан

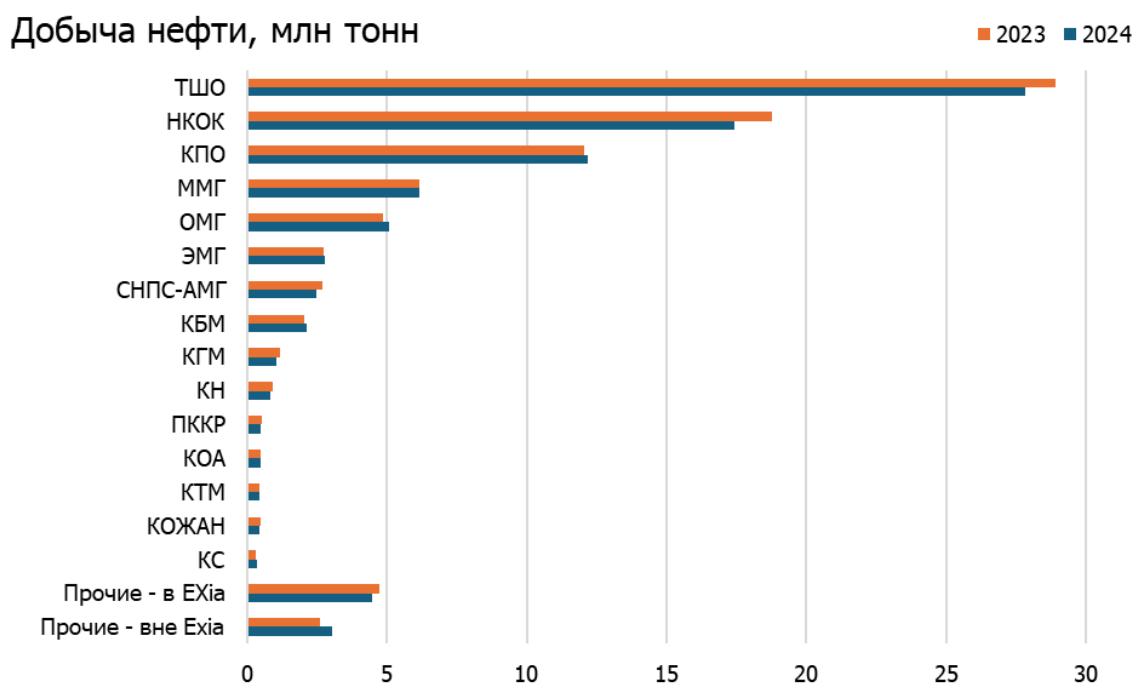
³ 94 компании за девять месяцев 2025 года

значение 62 тыс. тонн (75 тыс. тонн в 2023)⁴. В 2024 году общий объем добычи за пределами ТОП-15 производителей составил 7,52 млн тонн (94 тыс. тонн в среднем на одну компанию).

В 2024 году КТМ заменила КОЖАН на 13-м месте (2023: 14-е место), тогда как КС теперь находится на 15-м месте, заменив КМК-М (2023: КС – в категории «Прочие компании – в периметре EXia»). Сравнительные показатели за 2023 год обновлены соответственно.

Бенчмаркинг

Для расчета инвестиционного потенциала важно понимать фактические результаты деятельности анализируемых компаний в динамике. Рассмотренные ниже показатели являются удельными (кроме непосредственно добычи), то есть на тонну добытой нефти, с целью показать эффективность той или иной компании без привязки к размеру ее добычи. При этом для наглядности в графиках сохранена сортировка компаний в порядке убывания добычи.



Источник: ENERGY Insight & Analytics

⁴ За девять месяцев 2025 года средняя добыча на компанию 1,07 млн тонн, медианное значение 66 тыс. тонн. Оба показателя приведены к годовому выражению.

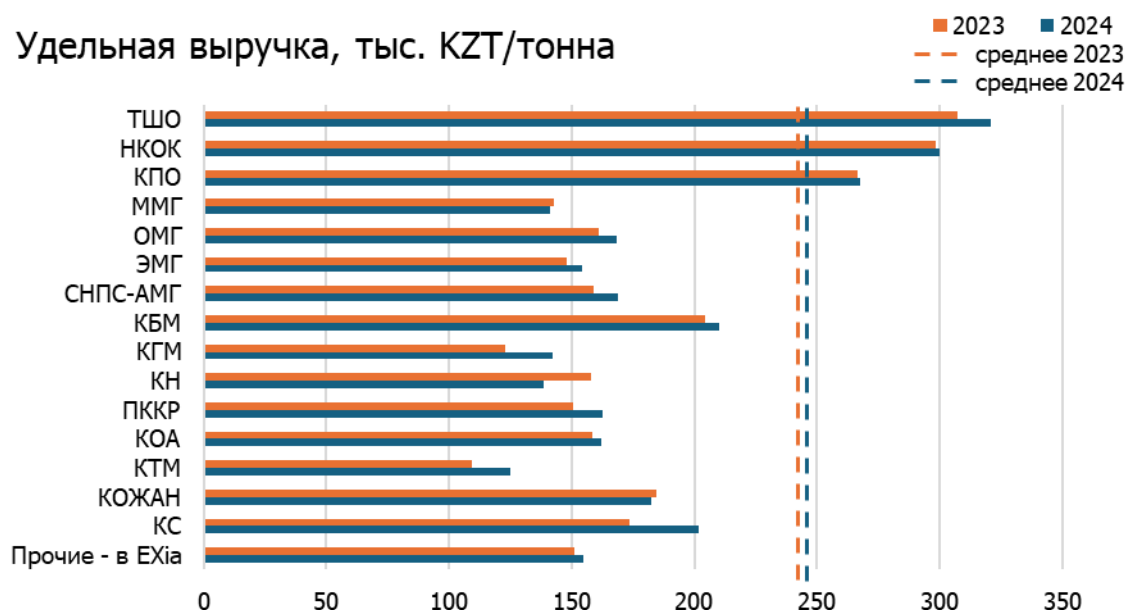
По показателю добычи нефти лидирует ТШО с 27,8 млн тонн в 2024 году. В целом на долю крупных нефтегазовых проектов (ТШО, НКОК, и КПО) приходится 65% добычи Казахстана (в 2023 году 66%)⁵.

Для понимания значений удельных показателей следует иметь в виду ключевые макропоказатели:

Макропоказатель	Ед. изм.	2023	2022
Цена нефти сорта Brent	USD/баррель	82,49	100,93
Средний обменный курс	KZT/USD	456,31	460,48

Источник: U.S. Energy Information Administration (EIA), Национальный Банк Казахстана

Удельная выручка, тыс. KZT/тонна

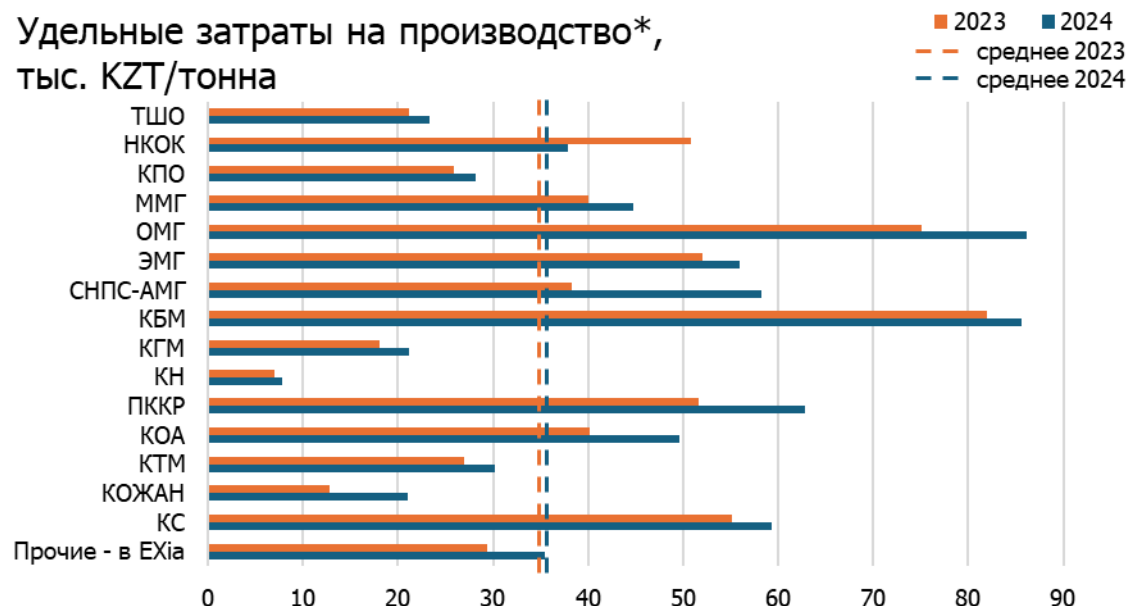


Источник: ENERGY Insight & Analytics

Самая высокая удельная выручка в 2024 году у ТШО в размере 321 тыс. KZT на тонну, самая низкая в КТМ: 125 тыс. KZT на тонну добытой нефти. Среднее значение по периметру Аналитической платформы EXia равно 248 тыс. KZT на тонну в 2024 году по сравнению с 244 тыс. KZT на тонну в 2023 году.

⁵ За девять месяцев 2025 года добыча мегапроектов составила 70% от всей добычи Казахстана

Удельные затраты на производство*, тыс. KZT/тонна

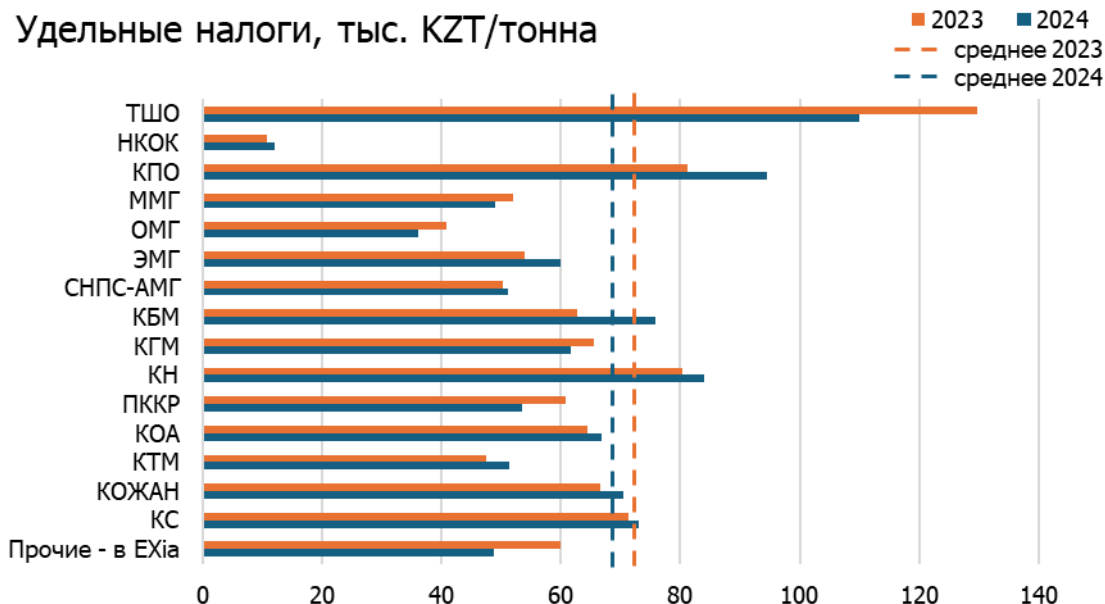


Источник: ENERGY Insight & Analytics

* операционные расходы без учета амортизации и НДС

Самые высокие удельные затраты на производство в 2024 году у КБМ в размере 86 тыс. KZT на тонну, самые низкие в КН: 8 тыс. KZT на тонну добытой нефти. Среднее значение по периметру Аналитической платформы EXia равно 36 тыс. KZT на тонну в 2024 году по сравнению с 35 тыс. KZT на тонну в 2023 году.

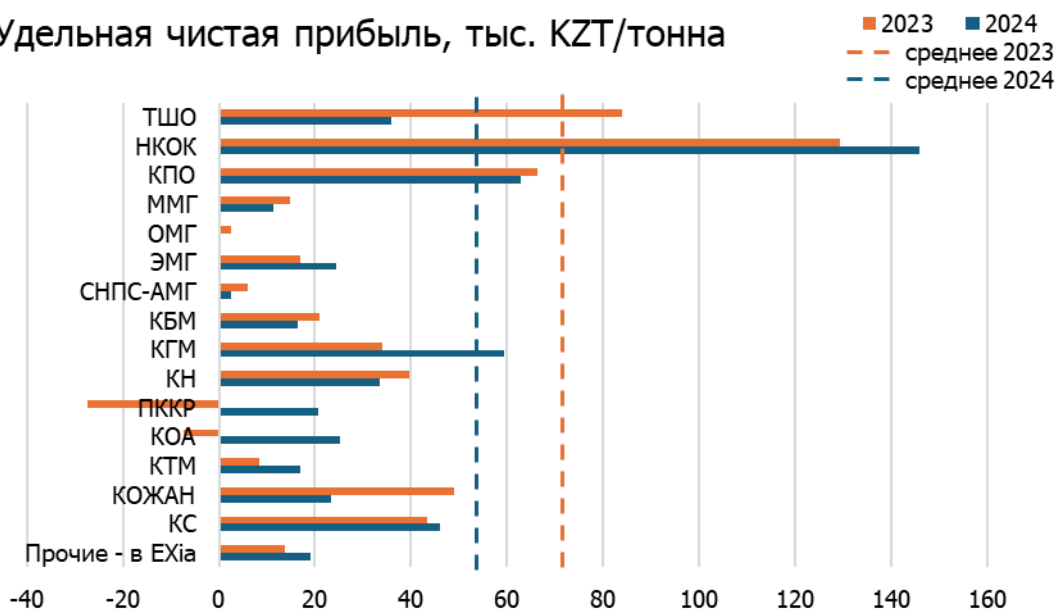
Удельные налоги, тыс. KZT/тонна



Источник: ENERGY Insight & Analytics по данным Комитета государственных доходов МФ РК по уплаченным налогоплательщиками суммам

Самые высокие уплаченные в бюджет удельные налоги в 2024 году у ТШО в размере 110 тыс. KZT на тонну, самые низкие в НКОК: 12 тыс. KZT на тонну добытой нефти⁶. Среднее значение по периметру Аналитической платформы EXia равно 67 тыс. KZT на тонну в 2024 году по сравнению с 72 тыс. KZT на тонну в 2023 году.

Удельная чистая прибыль, тыс. KZT/тонна

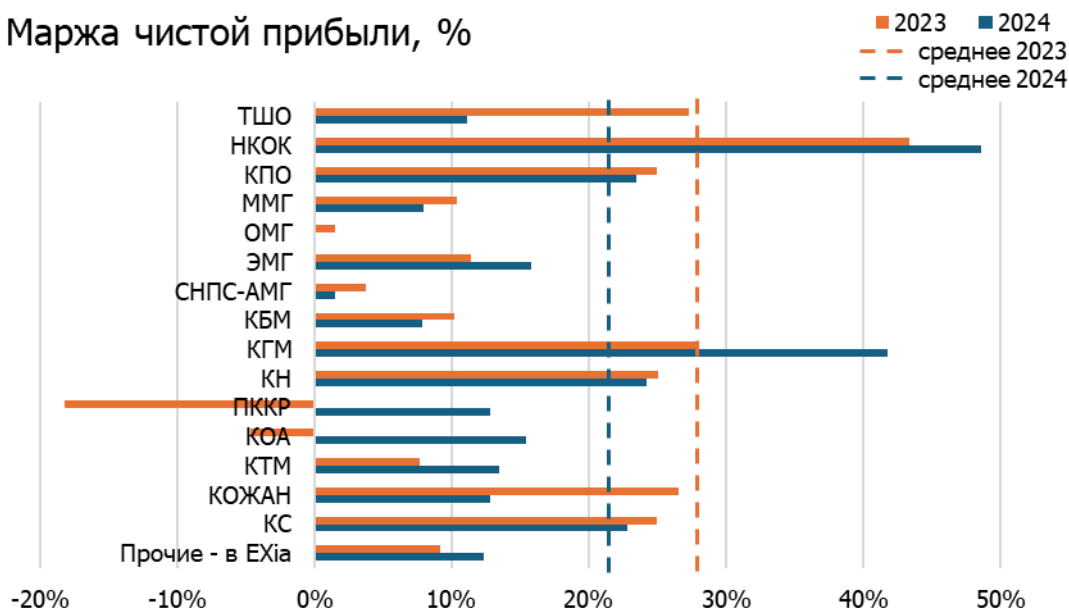


Источник: ENERGY Insight & Analytics

Самая высокая удельная чистая прибыль в 2024 году у НКОК в размере 146 тыс. KZT на тонну, самая низкая в ОМГ: минус 1 тыс. KZT на тонну добытой нефти. Среднее значение по периметру Аналитической платформы EXia равно 54 тыс. KZT на тонну в 2024 году по сравнению с 67 тыс. KZT на тонну в 2023 году.

⁶ Факторы, обуславливающие относительно низкие платежи НКОК в бюджет изложены в статье ENERGY Insights & Analytics [«Месторождение Кашаган – Условия и Планы на будущее»](#)

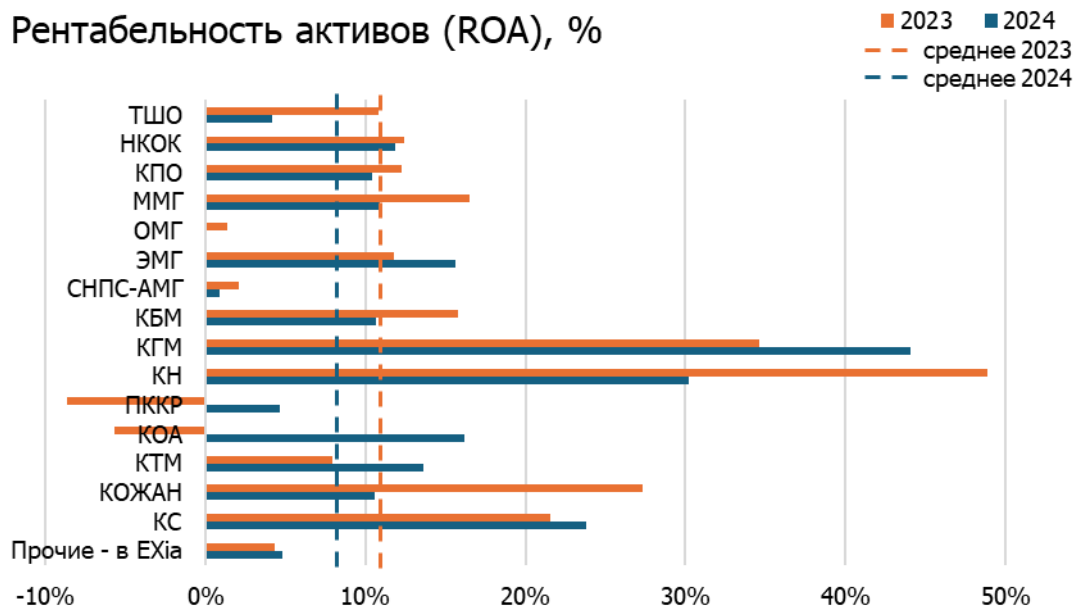
Маржа чистой прибыли, %



Источник: ENERGY Insight & Analytics

Самая высокая маржа чистой прибыли в 2024 году у НКОК в размере 49%, самая низкая в ОМГ: на уровне 0%. Среднее значение по периметру Аналитической платформы EXia равно 21,7% в 2024 году по сравнению с 27,4% в 2023 году.

Рентабельность активов (ROA), %



Источник: ENERGY Insight & Analytics

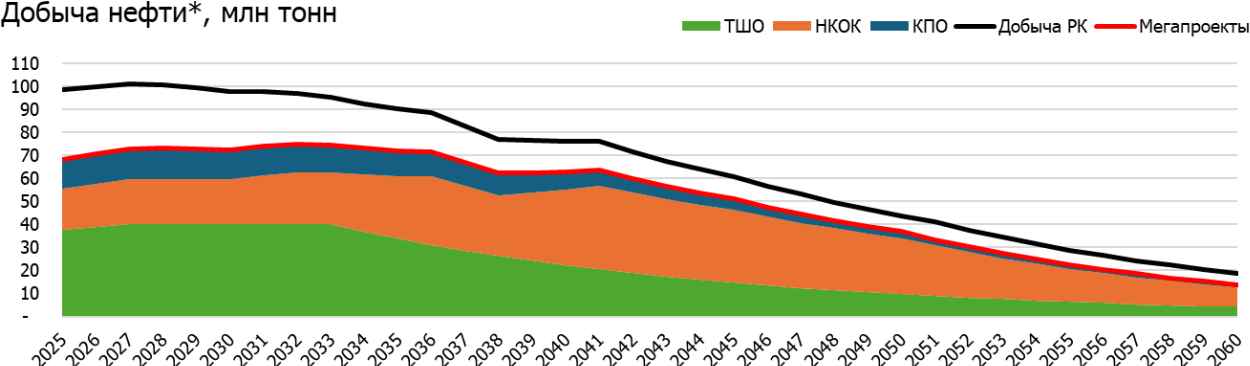
Самая высокая рентабельность активов (ROA, Return on Assets) в 2024 году у КГМ в размере 44%, самая низкая в ОМГ: 0%. Среднее значение по периметру Аналитической платформы EXia равно 8,1% в 2024 году по сравнению с 11,3% в 2023 году.

Перспектива нефтедобычи Казахстана

Для расчета инвестиционного потенциала ENERGY Insights & Analytics подготовлен прогноз добычи нефти, в котором учитывается только та добыча, в которую уже вложены инвестиции, проекты в процессе реализации либо принято финальное (принципиальное) инвестиционное решение и инвестиции гарантированно начнутся в ближайшее время. Например, добыча Фазы 2Б и 3 по проекту Кашаган не учитывается в прогнозе, так как неизвестны сроки начала инвестиции и соответственно – добычи. Также не включен в прогноз добыча по проекту «Каламкас-море – Хазар». Более того, [недавнее заявление ЛУКОЙЛа о намерении продать международные активы](#) из-за западных санкций добавляет неопределенности проекту «Каламкас-море – Хазар», в котором российский нефтяной гигант владеет 50% долей.

Согласно прогнозу, рост добычи нефти с 98 млн тонн в 2025 году⁷ до максимума 101 млн тонн в 2027 году прогнозируется за счет в целом одобренных проектов расширения крупных нефтегазовых проектов, по остальным компаниям ожидается снижение добычи⁸. К 2048 году соотношение доли крупных нефтегазовых проектов в общей добыче нефти Казахстана достигнет максимума в 84% по сравнению с фактическими 65% в 2024 году.

Добыча нефти*, млн тонн



Источник: ENERGY Insight & Analytics

*включая проекты ПБР/ПУУД по ТШО, 1вста и 2А по НКОК, ПКР1 А+Б по КПО

Согласно прогнозу Правительства РК, добыча нефти составит 96,2⁹ и 100,5¹⁰ млн тонн в 2025 и 2026 годах соответственно. Для поддержания (относительно высоких) целевых показателей по добыче нефти необходимо поддержание и улучшение

⁷ Фактическая добыча за девять месяцев 2025 года достигла 75,7 млн тонн

⁸ Более подробно в статье [«Зрелые нефтяные месторождения Казахстана»](#)

⁹ Министерство энергетики Казахстана [сообщило](#) 8 января 2025 года о корректировке плана добычи нефти на 2025 год до 96,2 млн тонн.

¹⁰ Прогнозируемые поступления от организаций нефтяного сектора в Национальный фонд на 2026 год основаны на пересмотренном плане добычи нефти на 2026 год в объеме 100,5 млн тонн согласно Закону Республики Казахстан «О республиканском бюджете на 2026-2028 годы»

инвестиционной привлекательности отрасли, о чем подробно изложено в нашей недавней статье [«Мегапроекты в эпоху энергетического прагматизма и выгодных баррелей»](#) и аналитическом материале S&P Global Commodity Insights «Инвестиционная привлекательность добывающей отрасли Казахстана: о чем говорят рейтинги S&P Global?», который был опубликован в нашем аналитическом докладе [Kazakhstan Energy Outlook 2024](#).

Текущий инвестиционный потенциал

На базе фактической динамики финансово-экономических показателей нефтедобывающих компаний - удельных операционных, транспортных и капитальных затрат, параметрах применимых налоговых режимов, структуре поставок нефти, остатков денежных средств и займов, прогнозных профилей добычи компаний, а также других предположений и допущений, основные из которых изложены ниже, с помощью Аналитической платформы EXia рассчитаны значения NPV. Как было указано выше, NPV является оценкой инвестиционного потенциала: чем выше NPV – тем лучше, компании с NPV ниже нуля уже уничтожают акционерную стоимость или сделают это в будущем.

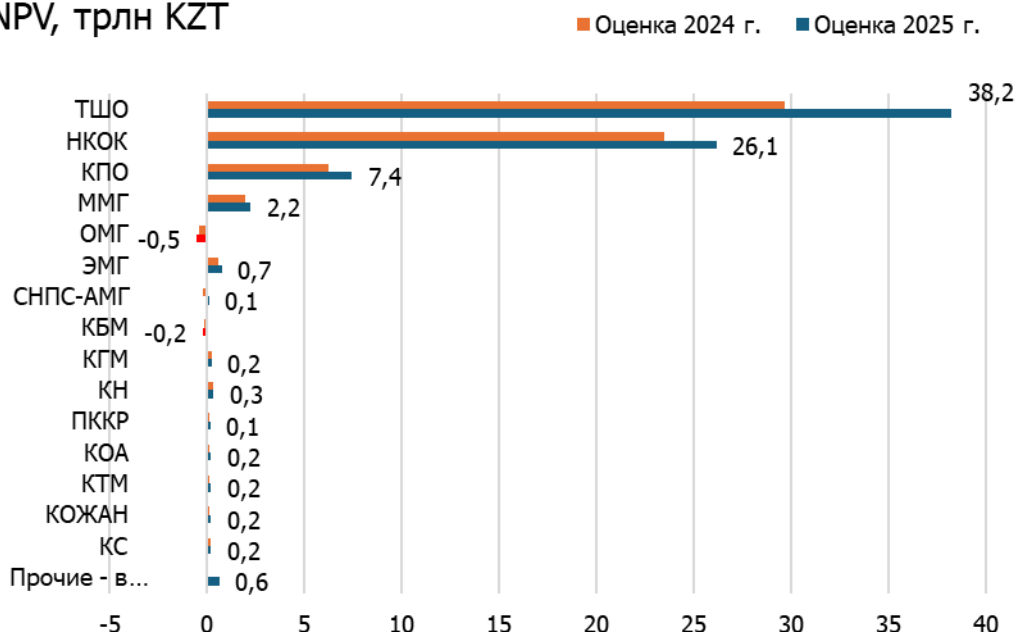
Допущение / Предположение	Ед. изм.	2026	2030	2035	2040
Цена нефти сорта Brent	USD/баррель	71	77	85	94
Средний обменный курс	KZT/USD	540	540	540	540
Индекс инфляции KZT	%	10,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Индекс инфляции USD	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

Источник: ENERGY Insight & Analytics

При расчете приведенной стоимости применена ставка дисконтирования 10,3%¹¹, которая соответствует расчётам [А. Дамодарана](#) для нефтедобывающих компаний, осуществляющим деятельность на развивающихся рынках.

¹¹ Ставка дисконтирования для оценки 2024 года равна 12,5%.

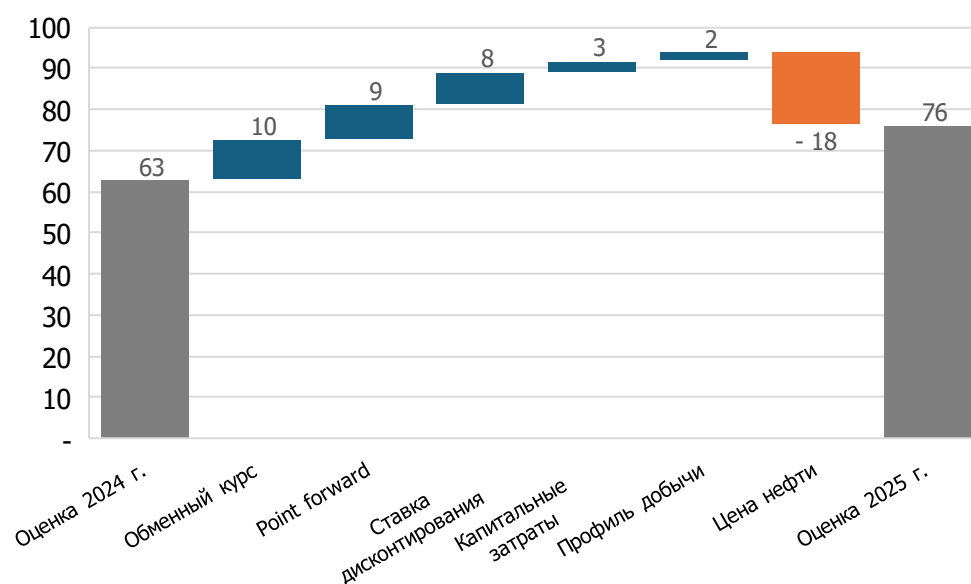
NPV, трлн KZT



Источник: ENERGY Insight & Analytics

Общий NPV нефтедобывающих компаний, входящих в периметр Аналитической платформы EXia, оценивается в 76 трлн KZT (141 млрд USD). Самый высокий NPV у ТШО в размере 38,2 трлн KZT (70,8 млрд USD), самый низкий у ОМГ: минус 0,5 трлн KZT (минус 1,0 млрд USD). На долю крупных нефтегазовых проектов приходится 94% всего NPV, а значит и инвестиционного потенциала, нефтедобывающей отрасли Казахстана.

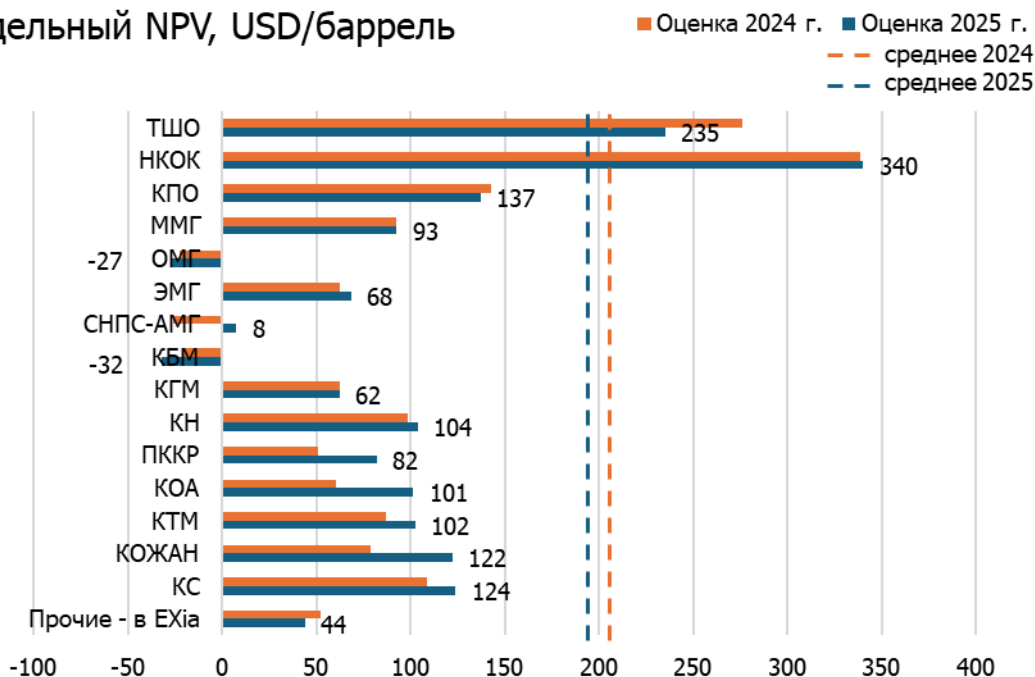
Факторный анализ изменения NPV, триллион KZT



Источник: ENERGY Insight & Analytics

Абсолютное увеличение общего NPV по сравнению с нашим прошлогодним анализом составляет около 13 трлн тенге. Общее изменение в оценке NPV объясняется в основном четырьмя факторами: увеличение обменного курса KZT/USD с 470 до 540 добавило 10 трлн KZT, сдвиг первого года дисконтирования с 2024 на 2025 год увеличило оценку NPV на 9 трлн KZT, снижение ставки дисконтирования с 12,5% до 10,3% прибавило 8 трлн KZT, а снижение прогнозных цен на нефть уменьшило оценку NPV на 18 трлн KZT. Если говорить с точки зрения компаний, то почти 93% увеличения объясняется ростом совокупного NPV мегапроектов с 59 до 72 трлн тенге.

Удельный NPV, USD/баррель



Источник: ENERGY Insight & Analytics

Значительный отрыв крупных нефтегазовых проектов по объему добычи от прочих нефтедобывающих компаний не позволяют сравнивать их перспективность. Для обеспечения сравнимости рассчитан показатель NPV на единицу (ожидаемой) добычи нефти в 2025 году. Самый высокий удельный NPV у НКОК в 340 USD на баррель (1,5 млн KZT на тонну). Среднее значение удельного NPV по периметру Аналитической платформы EXia равно 193 USD на баррель (806 тыс. KZT на тонну).

Выводы

Наш обновленный анализ подтверждает, что нефтедобывающая отрасль Казахстана сохраняет значительный инвестиционный потенциал, хотя он остается в значительной степени сконцентрированным в трех мегапроектах: ТШО, НКОК и КПО. Эти проекты

представляют подавляющую долю NPV сектора, и ожидается, что их доминирование будет усиливаться в ближайшие десятилетия. Недавно утвержденные изменения в Налоговый кодекс вряд ли существенно изменят текущую инвестиционную ситуацию. Хотя новая фискальная структура обеспечивает большую регуляторную определенность, она не меняет фундаментально конкурентную динамику, которая благоприятствует мегапроектам по сравнению с другими добывающими компаниями. Эти крупномасштабные проекты продолжают пользоваться преимуществами заключенных в них «выгодных баррелей». Их преимущества обусловлены огромной базой запасов, более низкими удельными затратами, развитой инфраструктурой и стабильными фискальными условиями, что выгодно позиционирует их на мировом энергетическом рынке, где все больше внимания уделяется эффективности инвестиций. Перспективы для зрелых месторождений выглядят противоположно. Добыча на активах, эксплуатируемых (относительно мегапроектов) малыми и средними компаниями, продолжает структурное снижение, обусловленное естественным истощением пластов, ростом операционных затрат и ограниченными финансовыми возможностями для реализации крупных капитальных проектов. Инвестиционный потенциал на баррель для этих производителей остается ниже, чем у мегапроектов, что отражает фундаментальные операционные и экономические ограничения.

Важно признать, что инвестиционный потенциал и инвестиционный климат являются достаточно сложными понятиями. Аналитическая платформа EXia в настоящее время является единственным отечественным инструментом, способным проводить комплексные экономические расчеты и оценивать влияние налоговой нагрузки на инвестиционный потенциал. Однако инвестиционная привлекательность выходит за рамки экономических показателей. Геологический потенциал и более широкая система государственного регулирования играют не менее важную роль в формировании перспектив сектора. Тщательная оценка этих взаимосвязанных факторов требует скоординированной аналитической работы на государственном уровне для формирования целостного понимания инвестиционного ландшафта отрасли и определения путей устойчивого развития¹².

¹² Сравнение подходов сравнимых с Казахстаном нефтедобывающих государств изложено в совместной статье Rystad Energy и ENERGY Insights & Analytics [«Регулирование в нефтегазовой отрасли – Казахстан и опыт других стран»](#)

Аналитический центр «ЭНЕРГИЯ»

ТОО «Аналитический центр «ЭНЕРГИЯ» (ENERGY Insight & Analytics) является совместным предприятием [Ассоциации KAZENERGY](#) и IT-компании [AppStream](#). Компания стремится стать приоритетным источником данных, аналитической информации и рекомендаций для нефтяной, газовой и электроэнергетической отраслей Казахстана, позволяя лицам, принимающим решения, анализировать и прогнозировать наиболее значимые отраслевые показатели с подробной информацией о ведущих игроках рынка. Деятельность ENERGY Insight & Analytics включает в себя весь цикл аналитики с последовательными этапами: описательную, диагностическую, прогностическую и предписывающую аналитику.

Ключевым инструментом и продуктом ENERGY Insight & Analytics является программное обеспечение собственной разработки - [Аналитическая платформа EXia](#), предназначенная для идентификации, локализации, форматирования и наиболее эффективного представления данных для конкретных случаев использования.

Дисклеймер / Ограничение ответственности

Настоящий документ предназначен только для использования в ознакомительных целях. Представленная в нем информация не является рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не являются призывом к какому-либо действию.

Любое утверждение, оценка или прогноз, включенные в настоящий документ, в отношении предполагаемых будущих результатов могут оказаться неточными, и поэтому на них не следует полагаться в качестве обязательства или заверения в отношении будущих результатов. ТОО «Аналитический центр «ЭНЕРГИЯ» (далее - ENERGY Insights & Analytics) не принимает на себя каких-либо обязательств или ответственности по отношению к получателю или любому другому лицу за ущерб или убытки любого рода, возникшие в результате использования или ошибочного использования настоящего документа или ее части получателем или иным лицом; не принимает на себя и не берет на себя в будущем каких-либо обязательств по обновлению документа или его части или по уточнению или уведомлению любого лица о неточностях, содержащихся в документе или его части, которые могут быть выявлены.

Материалы ENERGY Insights & Analytics не могут заменить собой знания, суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. ENERGY Insights & Analytics получает информацию из источников, являющихся, по мнению компании, надежными, но ENERGY Insights & Analytics не несет ответственности за достоверность информации, то есть не осуществляет внешнего аудита или иной специальной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту.

Контакты



www.exia.kz



info@exia.kz



<https://www.linkedin.com/company/energy-insight/>



Казахстан, город Астана, улица Д. Кунаева, 10