

Эффект Тенгиза 2025 – фундамент для переговоров

Введение

В прошлом (2024) году мы провели [комплексный анализ компании Тенгизшевройл \[ТШО\]](#), безусловно крупнейшей нефтяной компании Казахстана и ключевого звена всей нефтедобывающей отрасли, представляющей значительную долю добычи сырой нефти и запасов страны. Теперь, когда доступна финансовая отчетность за 2024 финансовый год, настало время обновить наш обзор ТШО.

С момента нашего последнего обзора произошли значительные события, наиболее примечательным из которых стало завершение Проекта Будущего Расширения [ПБР], который существенно увеличил добычу нефти компанией. С этими возросшими объемами добычи присутствие ТШО в экономике Казахстана готово расшириться еще больше. Однако ТШО представляет собой огромный актив для обеих сторон. Последний квартальный отчет о прибылях Chevron показал, что ТШО остается основным драйвером органического роста компании, при этом добыча ведется на проектной мощности ПБР и обеспечивает генерацию существенных денежных потоков. На проекте сейчас работают три поколения перерабатывающих установок с интегрированными системами управления, и руководство указало на потенциал для будущей оптимизации мощностей, хотя официальных прогнозов предоставлено не было.

Переговоры между Chevron и Казахстаном относительно продления концессии (срок действия которой истекает в 2033 году) остаются центральной темой и создают значительный уровень неопределенности. Хотя обсуждения ведутся на высшем уровне, при этом генеральный директор Chevron несколько раз встречался с Президентом Казахстана в 2025 году, обе стороны признают, что это будет сложный и длительный процесс, учитывая стратегическую важность актива как для страны, так и для акционеров ТШО. Более того, недавнее заявление ЛУКОЙЛ о продаже своих международных активов из-за санкций США добавляет неопределенность в вопрос продолжения концессии. Российский нефтяной гигант владеет долей в ТШО, и его потенциальный выход из проекта может изменить структуру собственности консорциума и повлиять на условия любого нового соглашения.

ТШО - краткий обзор

Тенгизшевройл — совместное предприятие, основанное в 1993 году для управления разработкой и эксплуатацией нефтегазового месторождения Тенгиз, одного из крупнейших и самых глубоких в мире, расположенного в южной части Прикаспийской низменности Казахстана. Это предприятие является результатом сотрудничества между компаниями Chevron (50% доля), ExxonMobil (25%), КазМунайГаз (20%) и ЛУКОЙЛ (5%).

С момента своего создания в качестве совместного предприятия компания добыла 589 миллион тонн нефти в период с 1993 по 2024 год, что составляет 29% от общего объема добычи нефти в стране за тот же период. Поскольку ТШО активно инвестирует в расширение своей производственной мощности, её значение для экономики Казахстана, вероятно, останется очень высоким в течение следующего десятилетия. В результате этих усилий ТШО готова укрепить своё доминирование в нефтяной отрасли Казахстана, и её доля в общем объеме добычи нефти в стране, как ожидается, вырастет до 40% к 2033 году, когда истечет текущая концессия на месторождение Тенгиз.

	Прогноз (текущая концессия истекает в 2033)		
Описание	2025, млн тонн	2033, млн тонн	2035, млн тонн
Добыча ТШО	37,7	40,0	33,9
Добыча Республики Казахстан	98,4	99,3	94,2
Доля ТШО	38%	40%	36%

Источник: Аналитическая платформа EXia от ENERGY Insights & Analytics

Значимость ТШО для Казахстана трудно переоценить. Проект способствовал созданию ключевых инфраструктурных объектов, таких как [Каспийский Трубопроводный Консорциум \[КТК\]](#), и в будущем продолжит служить основой для развития экономики Казахстана, включая такие инициативы, как проекты по нефтегазохимии¹.

Согласно финансовой отчетности ТШО за 2024 финансовый год, нефть является основным источником дохода, реализация которой составила около 94% от общей выручки. Выручка компании за 2024 год составила около 6,5% от [ВВП страны](#). Нефть ТШО экспортируется через упомянутую выше систему КТК, на которой было реализовано несколько проектов по устранению узких мест для увеличения пропускной способности и обеспечения будущего роста добычи.

¹ О мировых трендах удлинения цепочки добавленной стоимости сырой нефти за счет производства нефтегазохимической продукции в статье ENERGY Insights & Analytics [«NOCs \(Re\)diversification – Petrochemistry in Focus»](#)

3. Доходы от реализации сырой нефти и прочей продукции

	2024 г. (в тыс. долл. США)	2023 г. (в тыс. долл. США)	2022 г. (в тыс. долл. США)
Реализация сырой нефти			
По трубопроводу	17,810,199	18,658,382	22,473,725
По железной дороге	-	-	3,176
Итого доходы от реализации сырой нефти	17,810,199	18,658,382	22,476,901
Прочая продукция			
Природный газ	473,464	16,003	317,120
СУГ	408,772	410,389	542,492
Сера	171,707	203,519	458,302
Итого доходы от реализации прочей продукции	1,053,943	629,911	1,317,914
Итого доходы от реализации сырой нефти и прочей продукции	18,864,142	19,288,293	23,794,815

Источник: Аудированная финансовая отчетность ТШО за 2024 финансовый год

Согласно информации на [сайте компании](#), совокупные выплаты в пользу Казахстана с 1993 года составили 206,3 миллиарда долларов США и 5 миллиардов долларов США с начала 2025 года. В примечании компании указано, что эта сумма включает в себя зарплаты казахстанских сотрудников, закупку казахстанских товаров и услуг, тарифы и сборы, уплаченные государственным компаниям, распределение прибыли казахстанскому акционеру, а также налоги и роялти, уплаченные государству. Ниже мы более подробно рассмотрим налогообложение ТШО.

ПБР – основной драйвер органического роста для Chevron

В начале 2025 года ТШО достигла важной вехи с полным запуском ПБР, ознаменовав кульминацию многомиллиардного проекта развития месторождения Тенгиз. ПБР, в сочетании с Проектом управления устьевым давлением [ПУУД], представляет собой общие инвестиции в размере приблизительно 46,7 миллиарда долларов США и успешно достиг поставленной цели значительно расширить производственные мощности ТШО.

По итогам третьего квартала 2025 года результаты превзошли ожидания. Во время [конференц-звонка по результатам третьего квартала Chevron в конце октября 2025 года](#) руководство отметило исключительные показатели ТШО, при этом актив теперь работает на проектной мощности и обеспечивает рекордные уровни добычи. Генеральный директор Chevron Майк Уирт [Mike Wirth] подчеркнул исключительно

плавный процесс запуска ПБР, отметив, что новые технологические линии избежали проблем с надежностью, которые исторически преследуют крупномасштабные объекты такого рода. Операционные показатели были исключительно надежными, превзойдя внутренние ожидания.

Worldwide net oil & gas production: 3Q25 vs. 3Q24



- Hess acquisition
- TCO, Permian and Gulf of America growth
- Asset sales in Canada and Congo

Notes: Numbers may not sum due to rounding. See Appendix for slide notes and definitions.

© 2025 Chevron



21

Источник: презентация Chevron для инвесторов по итогам 3 квартала 2025 года

Успех ПБР сделал ТШО основным драйвером органического роста Chevron по консолидированной добыче нефти, уступая только эффекту от приобретения компании [Hess Corporation](#). В третьем квартале 2025 года добыча жидких углеводородов ТШО выросла на 5% квартал-к-кварталу, внося значительный вклад в рекордную мировую добычу Chevron, превышающую 4 миллиона баррелей нефтяного эквивалента в день. Финансовый директор Chevron Имер Боннер [Eimear Bonner], которая ранее была Генеральным директором ТШО, особенно подчеркнула размер дивидендов от аффилированных компаний, которые превысили прогноз примерно на 700 миллионов долларов США за квартал, в первую очередь к выдающимся операционным результатам ТШО с момента запуска ПБР ранее в этом году. На проекте сейчас работают три поколения перерабатывающих установок с интегрированными системами управления: первоначальная зона Комплексных технологических линий, установка второго поколения из предыдущего десятилетия и недавно введенные в эксплуатацию объекты третьего поколения в рамках ПБР. Chevron использует передовые информационные технологии и автоматизацию для оптимизации материальных потоков по всем трем системам, позволяя операторам максимизировать производительность установок с большей гибкостью, чем когда-либо прежде.

ТШО и Доля Правительства

Как уже упоминалось выше, компания заявляет, что прямые финансовые выгоды для Казахстана с момента создания ТШО составили свыше 200 миллиардов долларов США. Сумма огромная, однако, любая цифра становится более ценной, когда мы добавляем контекст и проводим дальнейший анализ, моделируя различные сценарии на будущее.

Прежде чем мы начнем моделирование прогноза, давайте кратко рассмотрим некоторые ключевые детали налогового режима ТШО. Фискальный режим для ТШО включает два типа роялти и корпоративный подоходный налог [КПН] в размере 30%. Согласно примечаниям к [аудированной финансовой отчетности ТШО за 2022 год](#), существуют Базовые и Дополнительные роялти.

Размер Базовых роялти рассчитывался по ставке 25% от долларового эквивалента, который определяется как доходы от реализации сырой нефти и прочей продукции за вычетом расходов по сбыту и транспортировке, всех эксплуатационных расходов, не связанных со скважинами, и расходов по износу и амортизации не скважинных объектов, рассчитанных на основе линейного метода амортизации в течение 5 лет.

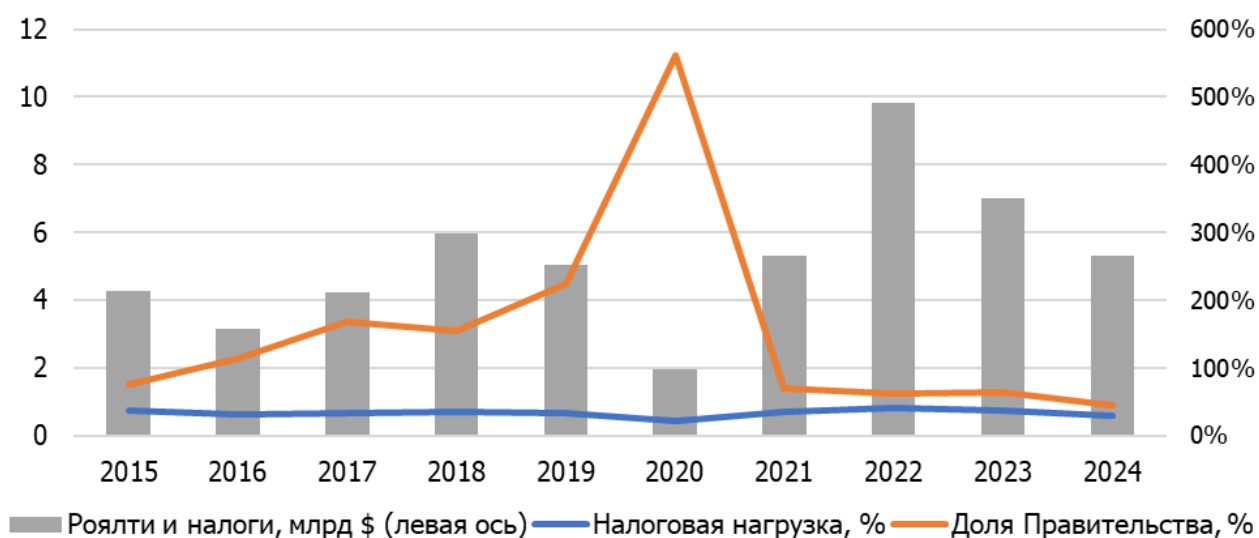
Размер Дополнительных роялти рассчитывался по ставке 15% от Чистой Денежной Позиции, как это определено в Соглашении о Товариществе. В соответствии с условиями Соглашения о товариществе, чистый НДС, как определено в Соглашении о товариществе, и другие налоги, пошлины, сборы и государственные удержания свыше сумм, оговоренных в Соглашениях о товариществе, засчитываются в счет роялти к оплате и могут засчитываться в счет подоходного налога и других налогов, пошлин, сборов, государственных удержаний, причитающихся Республике Казахстан, при необходимости.

Фискальный режим, регулирующий отношения между Казахстаном и ТШО, разработан для сбалансирования интересов Республики Казахстан и международных инвесторов, участвующих в проекте. Привязывая все платежи к доходам от производства и экспорта, этот режим обеспечивает выгоды для страны от успеха месторождения, одновременно предоставляя стимулы для дальнейших инвестиций и увеличения производства. КПН дополнительно согласует интересы правительства и инвесторов, гарантируя, что обе стороны разделяют выгоды проекта.

Изучение исторических тенденций также важно для лучшего понимания контекста. Поэтому рассмотрим тенденцию денежных поступлений Казахстана от ТШО за последние десять лет. Здесь полезны следующие два показателя: Налоговая Нагрузка и Доля Правительства. Налоговая Нагрузка рассчитывается как сумма платежей и налогов, деленная на выручку, тогда как Доля Правительства — это сумма роялти и налогов, деленная на денежный поток к распределению [Выручка – Операционные расходы – Капитальные затраты].

График ниже подчеркивает высокую чувствительность общего объема платежей и налогов к ценам на сырую нефть, при этом наивысший уровень был зафиксирован в 2022 году. Период между 2015 и 2021 годами характеризовался гораздо более низкими средними ценами на сырую нефть, что привело к значительно меньшим платежам и налогам. Доля Правительства росла экспоненциально между 2015 и 2020 годами из-за снижения денежного потока к распределению, вызванного падением цен на сырую нефть, и это неблагоприятное воздействие усугублялось значительными капиталовложениями в проект ПБР/ПУУД. После скачка цен в 2022 году цены на сырую нефть неуклонно снижались на протяжении 2023-2024 годов, а общие роялти и налоги вернулись к историческим уровням². Поскольку цены на сырую нефть продолжают свою нисходящую траекторию в 2025 году, а на 2026 год преобладает осторожный прогноз, государственные доходы в ближайшей перспективе столкнутся с неблагоприятными условиями со стороны ценовой конъюнктуры.

Роялти и налоги ТШО - Предыдущие периоды



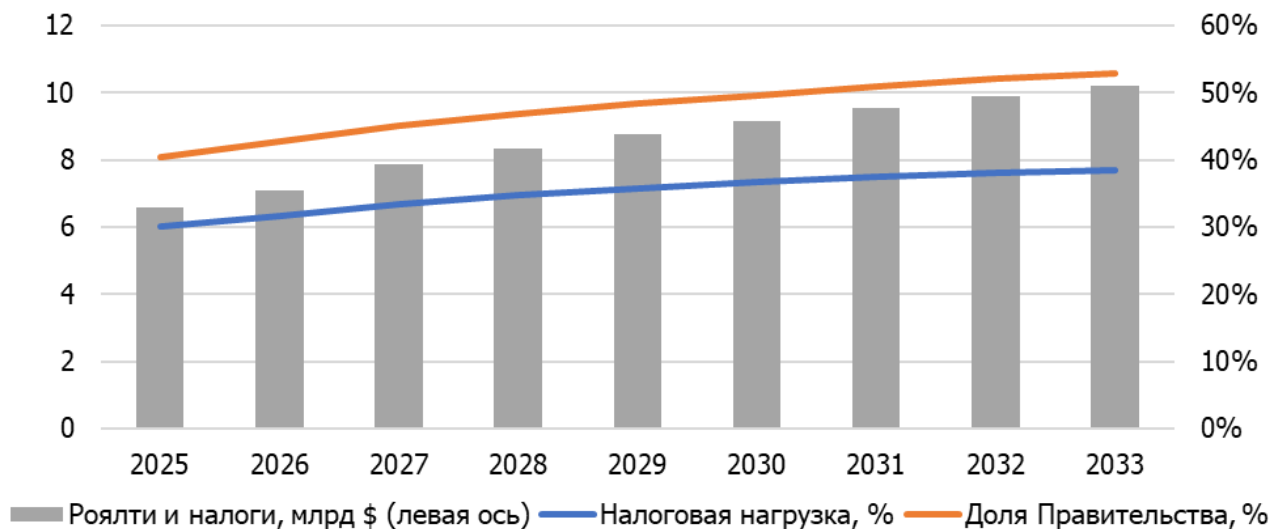
Источник: ENERGY Insight & Analytics

Однако ранний операционный период после ПБР/ПУУД демонстрирует устойчивые показатели без негативных сюрпризов, что позволяет предположить, что фактор объема добычи, вероятно, перевесит эффект цен на сырую нефть и обеспечит рост общих роялти и налогов на чистой основе в долгосрочной перспективе. Если компании удастся достичь уровня добычи нефти около 40 миллионов тонн в год к 2027 году, и цены на нефть останутся в пределах 70-83 долларов США за баррель, Доля

² Обзор Налоговой нагрузки и удельные налоги ведущих нефтедобывающих компаний Казахстана в статье [«Налоговая нагрузка нефтедобычи – Доска почёта 2024»](#) от ENERGY Insights & Analytics

Правительства, вероятно, составит примерно 50%. На графике ниже показаны прогнозируемые поступления от ТШО в период с 2025 по 2033 год.

Роялти и нологи ТШО - Прогноз



Источник: ENERGY Insight & Analytics

Горизонт вышеуказанного прогноза заканчивается в 2033 году, что совпадает с окончанием концессии ТШО на месторождение Тенгиз. Маловероятно, что в течение срока действия текущей концессии будут внесены изменения в фискальный режим. До истечения концессии осталось менее десяти лет, но этот вопрос уже является важным как для нашей страны, так и для инвесторов ТШО, включая КазМунайГаз³ [КМГ]. Конференц-звонок по результатам третьего квартала 2025 года ясно демонстрирует, что значение ТШО является огромным не только для Казахстана, но и в равной степени для финансового успеха Chevron, основного акционера проекта⁴. Будучи основным драйвером органического роста компании и краеугольным камнем её стратегии увеличения денежных потоков, показатели ТШО останутся крайне важными для способности Chevron обеспечивать доходность акционеров и поддерживать свои конкурентные позиции на мировом энергетическом рынке. Продление концессии стало центральной темой интереса среди аналитиков Уолл-стрит во время конференц-звонка по результатам третьего квартала, подчеркивая, что это является приоритетом не только для Казахстана, но и критически важным для долгосрочного стратегического планирования Chevron. Тот факт, что генеральный директор Шеврон Майк Уирт

³ О Национальной компании КазМунайГаз и ее роли в нефтегазовой отрасли Казахстана в статье [«КазМунайГаз и сравнимые \(национальные\) компании: масштаб и результаты деятельности»](#) от ENERGY Insights & Analytics

⁴ О стремлении инвесторов находить и инвестировать в «выгодные баррели» в статье [«Мегапроекты в эпоху энергетического прагматизма и выгодных баррелей»](#) от ENERGY Insights & Analytics

встречался с Президентом Касым-Жомартом Токаевым несколько раз за последние месяцы, свидетельствует о том, что это чрезвычайно важный вопрос для будущей стратегии роста Chevron как глобального нефтегазового конгломерата.

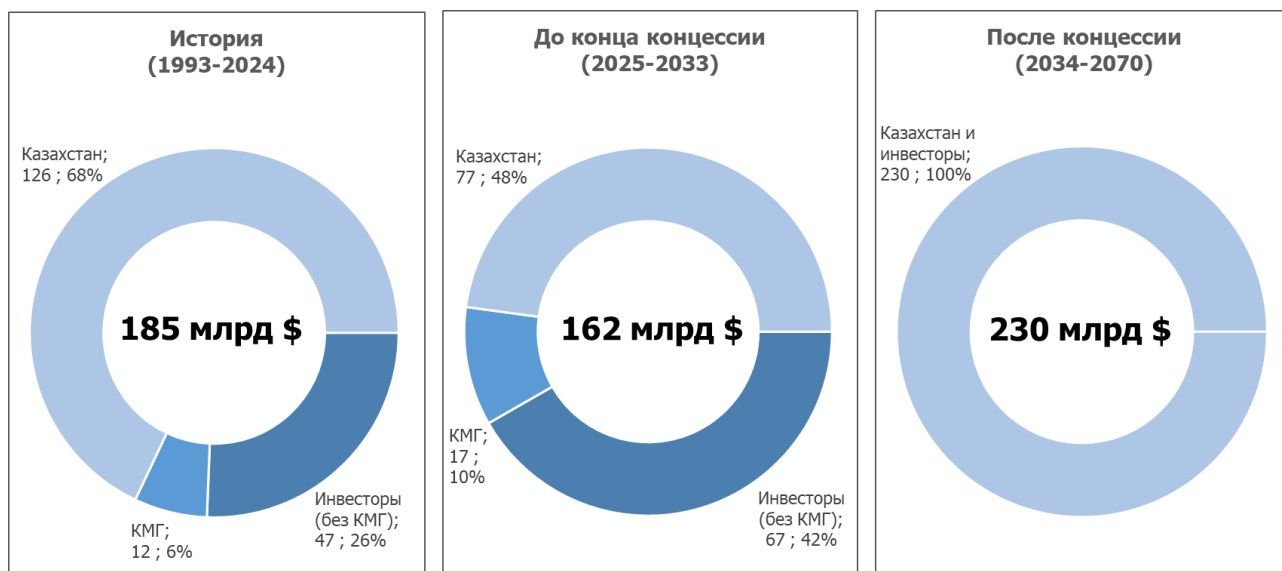
В нашей [предыдущей статье о ТШО](#) мы провели моделирование того, как могла бы измениться Доля Правительства, если бы ТШО работал в рамках общего налогового режима Казахстана, а не в рамках действующей налоговой и правовой базы. Этот анализ показал потенциал для значительного увеличения государственных доходов при альтернативных фискальных параметрах - анализ, который, несомненно, будет учитываться в переговорах о продлении.

Крайне важно отметить, что другая крупная американская нефтяная компания, ExxonMobil, также представлена в ТШО и выступает в качестве крупного инвестора в [проекте Кашаган](#). Правительство недавно возобновило переговоры с ExxonMobil о расширении нефтяного месторождения Кашаган — масштабного каспийского проекта, который ранее был провозглашен крупнейшим открытием нефти в мире за 30 лет. Эти обсуждения, как [сообщается, включают освоение неразработанных западных участков месторождения](#) и, что важно, могут быть связаны с концессией ExxonMobil на месторождении Тенгиз, срок действия которой истекает в 2033 году. Это происходит на фоне юридической неопределенности, поскольку инвесторы Кашагана столкнулись с многомиллиардными исками со стороны правительства Казахстана в последние годы. Изменения в правовой среде вокруг мегапроектов сигнализируют о том, что Правительство с высокой вероятностью будет стремиться расширить свои выгоды от этих проектов, отражая эволюцию Казахстана с момента обретения независимости.

Дополнительный фактор неопределенности для инвесторов ТШО связан с недавними санкциями США против ЛУКОЙЛ, который владеет 5% долей в ТШО. Российский нефтяной гигант объявил о планах продать все свои международные активы из-за этих санкций. Хотя ЛУКОЙЛ первоначально искал покупателей, таких как Gunvor Group (сделка, которая впоследствии была заблокирована Министерством финансов США), различные юридические конфигурации для продажи его доли в ТШО теоретически остаются возможными. Они могут включать обмен активами с существующими партнерами ТШО, потенциально включая доли в других региональных проектах, таких как трубопровод КТК, где и ЛУКОЙЛ, и Chevron владеют долями. Однако любая такая договоренность должна будет учитывать сложные механизмы соблюдения санкций и получить необходимое одобрение от других заинтересованных сторон.

Под «эволюцией Казахстана» мы подразумеваем, что страна добилась значительных улучшений в фискальной и политической стабильности и предсказуемости для инвесторов по сравнению с первыми годами независимости после распада Советского Союза. Страна теперь предлагает существенно сниженные политические риски, улучшенные регуляторные рамки и большую экономическую стабильность. При этих сниженных рисках и неопределенностях для крупномасштабных проектов разумно

ожидать, что доходность инвесторов может умериться как часть пересмотренного баланса рисков и вознаграждений. Правительству требуются доходы для поддержания и дальнейшего улучшения этого благоприятного инвестиционного климата, а продление концессий в 2033 году представляет собой естественную переходную точку для пересмотра фискальных условий, отражающих зрелости страны как инвестиционного направления.



Источник: Аналитическая платформа EXia от ENERGY Insights & Analytics

Переговоры между Казахстаном и инвесторами ТШО относительно условий новой концессии, вступающей в силу после 2033 года, представляют собой жизненно важный стратегический приоритет для страны с глубокими экономическими последствиями, простирающимися на десятилетия в будущее. Устойчивые операционные показатели после завершения проекта ПБР/ПУУД готовы существенно увеличить будущие выгоды как для Казахстана, так и для КМГ по сравнению с предыдущими периодами, как показано на круговых диаграммах выше. Более того, также важно помнить, что проект по своей природе является капиталоемким, и наша модель прогнозирует, что проекту потребуется в общей сложности около 23 миллиардов долларов США на капитальные затраты и расходы на вывод из эксплуатации до 2070 года. Поскольку добыча теперь ведется на проектной мощности с потенциалом для дальнейшей оптимизации, доходная база, из которой правительство будет договариваться о своей увеличенной доле, значительно расширилась, создавая больший пирог, от которого могут выиграть

обе стороны. ENERGY Insights & Analytics оценивает инвестиционный потенциал (Net Present Value, NPV) операций ТШО в 70,8 миллиардов долларов США⁵.

Выводы

Будущее проекта Тенгиз имеет важное значение для экономических и стратегических интересов Казахстана. Путем переговоров о новом контракте, который будет сбалансированно учитывать интересы правительства и инвесторов, Казахстан сможет гарантировать, что месторождение Тенгиз продолжит способствовать экономическому росту и развитию страны в последующие десятилетия.

Геополитический контекст добавляет еще один важный фактор. Возвращение администрации Президента Трампа к власти в Соединенных Штатах может создать благоприятную основу для обсуждений продления концессии. Администрация исторически поддерживала международные операции американских нефтяных гигантов.

Поскольку и Chevron, и ExxonMobil владеют значительными долями во флагманских нефтяных проектах Казахстана, эти переговоры могут стать вопросом двустороннего стратегического интереса между Вашингтоном и Астаной. Потенциальная связь между продлением концессий Тенгиза и Кашагана также является значительной, что предполагает, что переговоры могут рассматриваться как часть более широкой пакетной сделки. Такой подход мог бы обеспечить гибкость для структурирования взаимовыгодных условий, которые учитывают стремление Казахстана к увеличению доходов, сохраняя при этом инвестиционный климат, необходимый для привлечения долгосрочных инвестиций и экспертизы.

⁵ Оценка инвестиционного потенциала (суммы NPV основных нефтедобывающих компаний Казахстана) upstream сектора в статье [«Инвестиционный потенциал нефтедобычи Казахстана – оценка 2025 года»](#) от ENERGY Insights & Analytics

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