

## Краткое резюме

Мы продолжаем публикацию [отчетов по нефтегазовому сектору](#) РК по результатам 2018 г. с уточнением данных по состоянию за 2017 г. Если в 2017 г. добыча сырой нефти, включая газовый конденсат, в республике Казахстан увеличилась на 10,5% г/г и составила 86,2 млн. тонн или 1,8 млн. баррелей в день, то за 12 месяцев 2018 г. объем добычи нефти и газового конденсата достиг рекордного объема 90,36 млн. тонн, увеличившись еще на 4,8% г/г. Существенному росту добычи сырой нефти в 2017 г. способствовал выход на уровень коммерческой добычи на нефтеносном месторождении Кашаган с 180 тыс. баррелей в сутки в начале года до 270 тыс. баррелей в конце при годовом объеме выпуска 8,35 млн. тонн нефти. В 2018 г. объем добычи был увеличен до 330-340 тыс. баррелей в сутки, однако целевой ориентир первой фазы в 370 тыс. не был достигнут в связи с приемистостью пласта. Согласно прогнозам министерства энергетики РК, добыча нефти в 2019 г. составит 89 млн. тонн. За 12 месяцев прошлого года объемы добычи природного газа увеличились на 4,5% г/г и составили 55 млн. куб. м.

Согласно экспресс-данным КС МНЭК, объем транспортировки трубопроводным транспортом в 2018 г. возрос на 20,6% г/г и составил 281 млн. тонн. По нашей оценке, объем транспортировки нефти составил порядка 168 млн. тонн.

Нефтепереработка в республике осуществляется на трех основных нефтеперерабатывающих предприятиях, расположенных в Атырауской (Атырауский НПЗ), Павлодарской (Павлодарский НХЗ) и ЮКО (Шымкентский НПЗ). На долю трех НПЗ приходится порядка 94% продукции нефтепереработки в стране в 2007-2018 гг. В 2016-2018 гг. была осуществлена модернизация основных НПЗ в республике. Общая стоимость модернизации трех НПЗ оценивается в \$6,0 млрд. Если до модернизации НПЗ порядка одной третьей бензина завозилось из РФ, то к концу 2018 г. все внутренние потребности в топливе покрывались за счет внутреннего производства и, кроме того, сложился профицит по производству высокооктанового дистиллята марки АИ 92. Согласно заявлению министерства энергетики, в 2019 г. при сложившихся темпах производства высокооктановых дистиллятов по республике сложится профицит производства отечественного бензина в размере 500-600 тыс. тонн. Ратификация договора в рамках ЕАЭС позволит Казахстану экспортировать излишки производства топлива в страны, не входящие в Союз.

Согласно предварительным данным за 2018 г., доля отрасли в структуре ВВП увеличилась с 17% годом ранее до 21%. Однако, если же учитывать нефтегазовую отрасль и смежные с ней отрасли обрабатывающей промышленности (нефтепереработка и производство продукции нефтехимии), а также обслуживающие их отрасли (торговлю и транспортировку нефти и нефтепродуктов), то доля сырьевого сектора, по нашей текущей оценке, приближается к 46-47% ВВП.

В периоде 2011-2014 гг. доля нефтяных доходов в структуре консолидированного бюджета составляла 46-48%. Начиная с 2015 г. нефтяные доходы стали сокращаться на фоне понижения котировок цен на углеводороды до 32,4% в 2015 г. и в 2016 г. достигли своего минимального в рамках рассматриваемого периода значения в 22,3%. Согласно нашим предварительным расчетам за 11М2018 г., доля нефтяных доходов консолидированного бюджета составила 36,2%. В 2017 г. доля расходов консолидированного бюджета к ВВП впервые за 4 года увеличилась до 26%. Такому росту расходов способствовало предоставление помощи банковской системе. За 11М2018 г. доля расходов консолидированного бюджета к прогнозному ВВП сократилась до 17%. Наряду с сокращением расходов консолидированного бюджета наблюдается сокращение доли трансфертов из НФ в расходах официального бюджета до 25,9%. Нефтяной дефицит государственного бюджета за 11 месяцев 2018 г. сложился на уровне Т365 млрд. (-0,6% от прогнозного значения ВВП) против планируемых Т883 млрд. или 1,5% от ВВП. Нефтяной дефицит консолидированного бюджета за 11М2018 года составил Т4,9 трлн и снизился в сравнении с 11М2017 г. (-Т7,3 трлн). По нашей оценке, по итогам 2018 нефтяной дефицит консолидированного бюджета составит -8% ВВП, а нефтяной сократится до -1,4% ВВП.

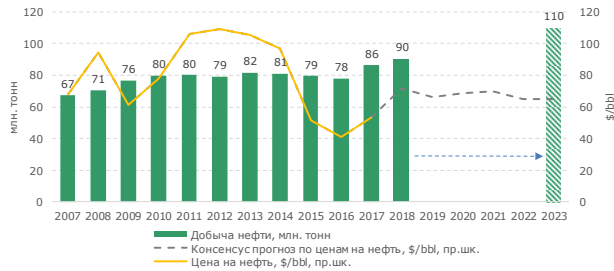
Увеличение стоимости нефти на международных торговых площадках и расширение физического объема добычи способствовали увеличению поступлений в Национальный фонд (НФ) со стороны нефтяного сектора в форме налогов на 60% г/г до Т3,201 млрд. в 2018 г.

Состояние платежного баланса стран-экспортеров нефти находится в прямой зависимости от стоимости энергоресурсов на международных торговых площадках, а также от физического спроса на энергоресурсы в странах-импортерах. С учетом этого, изменение стоимости минеральных продуктов, которые в структуре отечественного экспорта составляют не менее 60-80% (доля сырой нефти и газового конденсата 57-72%), существенным образом влияет на номинальную стоимость экспортной выручки страны. Рост котировок нефти в 2017 г. сократил дефицит текущего счета до 5,4 млрд. долларов США или -3,4% от ВВП. За 9 месяцев 2018 года дефицит текущего счета продолжил сокращаться и составил 488 млн. долларов США, что составляет порядка -0,3% от ВВП, при средней стоимости нефти Brent 71,5 долларов за баррель. По предварительной оценке, баланс текущего счета за 2018 г. сложился с профицитом в \$925 млн. или около 0,5% от ВВП. Такая чувствительность счета текущих операций к экспортным операциям с нефтью и нефтепродуктами обусловлена тем, что чистый экспорт является единственной «балансирующей» статьёй в структуре счета текущих операций страны.

Прямые иностранные инвестиции являются еще одной «балансирующей» статьёй платежного баланса страны. Существенные «просадки» номинального объема казахстанского экспорта компенсировались притоком прямых инвестиций в рамках финансового счета, достигая в отдельные годы 13 млрд. долларов США (2008 г. и 2016 г.). По состоянию на 2017 г. баланс прямых инвестиций составил 3,7 млрд. долларов США (-72,5% г/г). За 9 месяцев 2018 г. баланс прямых инвестиций, согласно предварительным данным НБРК, составил 4,9 млрд. долларов США (+69,4% г/г).

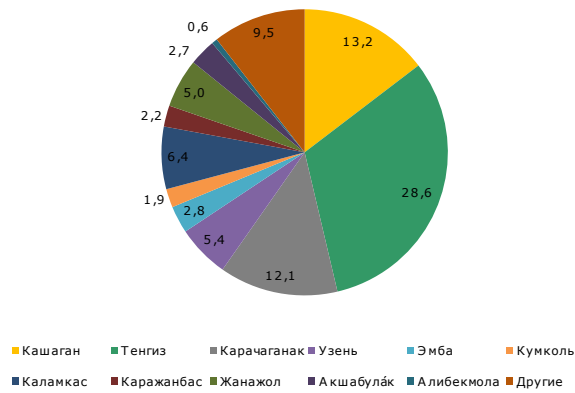
**Добыча нефти и газа**
**Нефть**

В 2017 г. добыча сырой нефти, включая газовый конденсат, в республике Казахстан увеличилась на 10,5% г/г и составила 86,2 млн. тонн или 1,79 млн. баррелей в день. За 12 месяцев 2018 г. объем добычи нефти и газового конденсата достиг рекордного объема 90,3 млн. тонн (+4,8% г/г) (Рис.1).

**Рис.1. Объем добычи сырой нефти и газового конденсата**


Источник: BP, Bloomberg, МНЭ РК, Halyk Finance

Существенному росту добычи сырой нефти в 2017 г. способствовал выход на уровень коммерческой добычи на нефтеносном месторождении Кашаган со 180 тыс. баррелей в сутки в начале года до 270 тыс. баррелей в конце при годовом объеме выпуска 8,35 млн. тонн нефти. В 2018 г. объем добычи был увеличен до 330-340 тыс. баррелей в сутки, однако целевой ориентир первой фазы в 370 тыс. не был достигнут в связи с преимущественностью пласта. В 2018 г. объем добычи на месторождении составил 13,2 млн. тонн (рис. 2). Росту объемов добычи нефти в 2017 г. способствовало также наращивание объемов производства нефти на месторождении Тенгиз на 4% г/г до 28,7 млн. тонн. В 2018 г. объем добычи сырой нефти и газового конденсата на месторождении Тенгиз составил 28,6 млн. тонн, что на 0,3% меньше, чем годом ранее. Объем добычи нефти и газового конденсата на месторождении Карачаганак в 2018 г. составил 12,1 млн. тонн (-3,2% г/г, 12,5 млн. тонн в 2017 г.). Объем добычи на других месторождениях республики по состоянию на конец 2018 г. составил порядка 36,45 млн. тонн.

**Рисунок 2. Добыча нефти и газового конденсата в 2018 г., млн. тонн\***


Источник: Минэнерго РК, \*оценка Halyk Finance

Таким образом, благодаря наращиванию объемов добычи на месторождении Кашаган удалось остановить общую тенденцию сокращения объемов добычи нефти, наблюдаемое с 2013-2016 гг. на 4% в год, которую мы описывали в [нашем предыдущем обзоре отрасли](#).

Согласно данным Международного Энергетического Агентства (МЭА – International Energy Agency), добыча сырой нефти в Казахстане в 2018 г. колебалась от 1,80-1,96 млн. баррелей в сутки при среднем суточном значении добычи за 11 месяцев в 1,91 млн. баррелей сырой нефти. В ноябре 2018 г. объем суточной добычи составил 1,95 млн. баррелей. Напомним, что Казахстан взял на себя обязательства по сокращению объемов добычи в 2018 г. на 20 тыс. баррелей в день в рамках договора ОПЕК+.

Таким образом, учитывая рост объема производства до 90,3 млн. тонн (1,87 млн. бар/д) нефти в 2018 г. против 86,2 млн. тонн (1,79 млн. бар/д) в 2017 г. за счет наращивания объемов добычи на месторождении Кашаган при одновременном сокращении на месторождениях Тенгиз и Карачаганак, вклад республики в сокращение производства представляется не совсем неясным.

В 2019 г. Казахстан также участвует в договоре по сокращению объемов производства, взяв на себя обязательства сократить суточную добычу на 40 тыс. баррелей в течение 6 месяцев 2019 г. от среднегодового уровня, что составит порядка 1,86 млн. баррелей в сутки. Согласно декабрьскому соглашению прошлого года в Вене по снижению объёма добычи нефти Саудовская Аравия и Российская Федерация пришли к соглашению снизить объем добычи. По странам участникам ОПЕК предполагается снижение на 800 тыс. баррелей в сутки. Страны, не входящие в ОПЕК, в том числе Казахстан, возьмут на себя обязательства по

Рис.3. Добыча природного газа в жидком или газообразном состоянии



Источник: Bloomberg, МНЭ РК, Halyk Finance

сокращению объемов добычи нефти на 400 тыс. баррелей в сутки. Действие договора вступит в силу с 1 января 2019г. и будет действовать в течение первого полугодия 2019 г. Согласно прогнозам министерства энергетики РК, добыча нефти и газового конденсата на 2019 г., сократится до 89 млн. тонн (1,82 млн. бар/д). Способствовать этому будет программа по технической профилактике на месторождении Кашаган (на 45 дней) в апреле и на месторождении Тенгиз на 45 дней в августе и 10 дней в октябре.

### Газ

Производство природного газа (в жидком или газообразном состоянии) в 2017 г. увеличилось на 13,4% г/г и составило 52,9 млн. куб. м. За 12 месяцев прошлого года объемы добычи природного газа продолжили рост на 4,5% г/г и составили 55 млн. куб. м. Согласно текущим планам Минэнерго РК, добыча природного газа в 2030 г. достигнет 87 млн. куб. м. при расширении внутреннего потребления до 63 млн. куб. м.

### Перспективы добычи нефти и газа

Согласно уточненным прогнозам социально-экономического развития (СЭР) республики Казахстан от 26 ноября 2018 г., объем добычи нефти и газового конденсата в республике в 2019 г. ожидается на уровне 88 млн. тонн. Однако, согласно заявлению министра энергетики, предполагаемый объем добычи сырой нефти и газового конденсата в 2019 г. составит порядка 89 млн. тонн. В дальнейшем предполагается увеличение объемов добычи на 1 млн. тонн в год. Согласно нашего текущего прогноза, среднегодовой прирост объемов производства сырой нефти и газового конденсата в периоде 2019-2023 гг. составит порядка 3,8-3,9% и по состоянию на 2023 г. и достигнет 110 млн. тонн. Такое существенное наращивание объемов производства станет возможным за счет расширения месторождения Тенгиз до 39 млн. тонн (850-900 тыс. баррелей в сутки), а также за счет наращивания объемов добычи до 18 млн. тонн в год (на месторождении Кашаган. Объем добычи нефти на месторождении Карачаганак прогнозируется на уровне 12-13 млн. тонн нефти в год. Добыча сырой нефти на прочих месторождениях республики будет составлять порядка 35-40 млн. тонн в год.

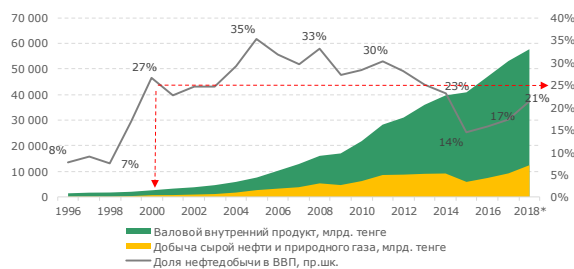
Согласно прогнозам Минэнерго РК, в 2020 г. объем добычи природного газа составит 87 млн. куб. м. Для достижения данного уровня добычи ежегодное увеличение объемов добычи должно составлять порядка 4,1%, что при среднем уровне прироста добычи в 5,0% в 2010-2017 гг. представляется нам вполне возможным. Драйвером роста внутреннего потребления внутри страны станет газификация населённых пунктов республики, охват которой должен составить 56% к 2030 г.

### Роль отрасли в экономике

#### ВВП

Нефтегазовая отрасль промышленности Казахстана начала наращивать свою долю в номинальном ВВП начиная с 1999 г. вместе с постепенным увеличением стоимости нефти на мировых торговых площадках. Если в 1999 г. вклад нефтегазового сектора в номинальный ВВП составлял 16,8% (7,8% в 1998 г.), то уже в 2000 г. его доля резко увеличилась до 26,6%. В 2015 г. доля отрасли в ВВП достигла минимальных значений в 14% и

Рис.4. Доля отрасли в ВВП страны



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance, \*предварительные данные

Рис.5. Добыча нефти и экономический рост



Источник: ВР, IMF, Halyk Finance

в последующем постепенно восстановилась до 17% в 2017 г. (рис 4.).

Согласно предварительным данным за 2018 г., доля отрасли в структуре ВВП увеличилась до 21%. Однако, если учитывать нефтегазовую отрасль и смежные с ней отрасли обрабатывающей промышленности (нефтепереработка и производство продукции нефтехимии), а также обслуживающие их отрасли (торговлю и транспортировку нефти и нефтепродуктов), то доля всей связанной с добычей углеводородного сырья части экономики, по нашей текущей оценке, приближается к 46-47% от ВВП.

Корреляция между ростом ВВП (2010=0) Казахстана и стоимостью цен на углеводороды на международных площадках увеличилась с 2006 г. по 2017 г. с 85,4% до 89,9%. В периоде с 2010-2018 гг. прямая взаимосвязь между этими двумя экономическими показателями еще больше усилилась и составила порядка 93,1%.

Так, коррекция стоимости нефти и нефтепродуктов на международных торговых площадках до 52 долларов за баррель при относительном сохранении объемов добычи сырой нефти в 2015 г. на уровне 80 млн. тонн сократила долю вклада нефтегазового сектора до 14,4% с 23,1% годом ранее. Обратный процесс наблюдался в 2017 г., когда рост стоимости барреля нефти марки Brent до 54 долларов и расширение объема добычи до 86 млн. баррелей привели к увеличению вклада в ВВП до 17,3% (рис.4). По нашей оценке, доля нефтегазового сектора в ВВП республики в 2018 г. составила 21% (январь-сентябрь 2018 г. 23.1% по предварительным данным). В 2019 г. доля отрасли в ВВП сложится ближе к среднему значению в 25,7%, зафиксированному в период 2000-2018 гг. (рис.4).

Выявленная корреляция, по нашему мнению, объясняется существующим дисбалансом в структуре экономики в пользу сырьевого сектора, рост или сокращение производства которого оказывает «сквозной» эффект на смежные с ними отрасли обрабатывающей промышленности (производство кокса и продуктов нефтепереработки, производство продуктов химической промышленности, производство резиновых и пластмассовых изделий и т.п.), а также торговли и транспортировки нефти и нефтепродуктов. Эта же корреляция перекладывается и на другие отрасли экономики, т.к. в стране существует трансмиссия доходов нефтегазового сектора в прочие сектора экономики через бюджетное перераспределение из Национального фонда РК в форме гарантированных и целевых трансфертов.

Структурный дисбаланс экономики во многом сложился и углублялся за счет притока иностранных инвестиций в нефтегазовый сектор экономики (добыча нефти и газа, геологоразведка).

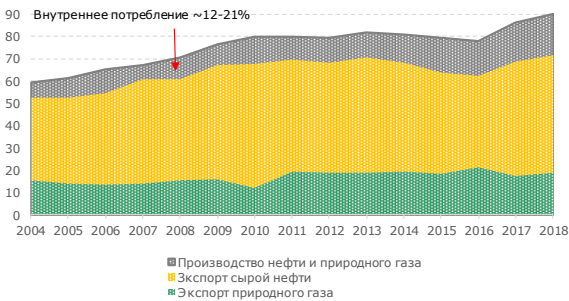
### Платежный баланс

#### Экспорт

Состояние платежного баланса стран-экспортеров нефти находится в прямой зависимости от стоимости энергоресурсов на международных торговых площадках, а также от физического спроса на энергоресурсы в странах-импортерах. С учетом того, что доля экспорта сырой нефти Казахстана в 2010-2017 г. в среднем составляла 3,0% или 1,4 млн. тонн в сутки (по данным ОПЕК) от всего экспорта сырой нефти в мире (3,1% в 2017 г.), существенного влияния на

**Рис.6. Доходы от экспорта сырой нефти и газового конденсата, \$ млрд.**


Источник: Trade Map, Halysk Finance

**Рис.7. Структура экспорта в натуральном выражении, млн. тонн**


Источник: Trade Map, Halysk Finance

**Рис.8. Доход по прямым инвестициям к оплате vs цена Brent**


Источник: НБРК, Halysk Finance

предложение нефти на мировом рынке республика оказывать не может. С учетом этого, изменения стоимости минеральных продуктов, которые в структуре экспорта составляют не менее 60-80% (доля сырой нефти и газового конденсата 57-72%), существенным образом влияют на номинальную стоимость экспортной выручки страны.

Так, падение нефтяных котировок в 2014 г. с \$99 до \$55 за баррель марки Brent при сохранении объема производства нефти на уровне 80 млн. тонн (81 млн. в 2014 г.) и понижении объема экспорта сырой нефти с 68 млн. тонн до 63 млн. тонн, привело к сокращению экспорта сырой нефти в номинальном выражении с 53,6 млрд. долларов США в 2014 г. до 26,8 млрд. долларов США в 2015 г. При этом, положительное сальдо торгового баланса «просело» с 36,2 млрд. долларов США до 12,7 млрд. долларов США. Сальдо счета текущих операций резко ухудшилось с профицита в 6,1 млрд. долларов США в 2014 г. (+2,8% ВВП) до дефицита в 5,1 млрд. долларов США в 2015 г. (-2,8% ВВП). Дальнейшее понижение котировок нефти в 2016 г. расширило дефицит текущего счета до рекордных 8,9 млрд. долларов США (-6,5% от ВВП). Рост котировок стоимости нефти в 2017 г. сократил дефицит текущего счета до 5,4 млрд. долларов США (-3,4% от ВВП). За 9 месяцев 2018 г. дефицит текущего счета, согласно уточненным данным НБРК, продолжил сокращаться и составил 487 млн. долларов США, что составляет порядка -0,3% ВВП, при стоимости нефти 71,5 долларов за баррель. По предварительной оценке, платежного баланса НБРК за 2018 г., этот показатель сложился с профицитом в \$925 млн. или около 0,5% от ВВП. Такая чувствительность счета текущих операций к экспортным операциям с нефтью и нефтяными продуктами обуславливается тем, что чистый экспорт является единственной «балансирующей» статьёй в структуре счета текущих операций страны.

Так, анализ прочих статей текущего счета за период с 2010 по 2017 гг. показал, что по счету предоставления услуг (-\$6,2 млрд. сред. значение), первичных (-\$20.6 млрд.) и вторичных доходов (-\$853 млн) сложилось отрицательное сальдо. Согласно уточненным данным за 9 месяцев 2018 г., ситуация не претерпела существенных изменений. Отрицательное сальдо по счету услуг за 9 месяцев текущего года составило порядка \$3,1 млрд. (-0,3% г/г). По предварительным данным за 12 месяцев, отрицательное сальдо по счету услуг составило 4.1 млрд. (-6,7% г/г). Отрицательное сальдо по счету первичных доходов (9M2018 актуальные данные) увеличилось на 35% и достигло \$17,2 млрд за счет доходов от прямых инвестиций, нетто баланс которых увеличился на 29% г/г. По предварительной оценке, отрицательное сальдо первичных доходов за 12 месяцев прошлого года увеличилось на 25,4% г/г и составило \$22,4 млрд. Сальдо счета вторичных доходов за 9 месяцев 2018 г. сложилось с небольшим профицитом в \$8,9 млн., что существенного вклада в балансировку текущего счета не оказывает. Предварительная оценка НБРК по этой статье текущего счета показывает дальнейшее расширение профицита до \$50 млн.

Существенная нагрузка на счет текущих операций формируется за счет инвестиционного дохода иностранных инвесторов, который находится в прямой корреляции с ростом цен на углеводороды (Рис. 8). Согласно нашим расчётам, рост стоимости барреля нефти марки Brent на 1% приводит к увеличению

требований по счету первичных доходов, по статье «доход по прямым инвестициям (дебит)» на 0,92% (период наблюдения с 1 кв. 2008 г. по 3 кв. 2018 г.).

Несмотря на существенную долю сырой нефти в экспорте страны, наблюдается постепенное увеличение внутреннего потребления нефти и нефтепродуктов. Согласно данным КС МНЭ РК, средний прирост внутреннего потребления в 2011-2018 гг. составлял порядка 6,1% (+10,8% в 2017 г. и +7,8% в 2018 г.). В 2018 г. наблюдается увеличение потребления энергоносителей за счет внутреннего производства высокооктановых дистиллятов. Мы прогнозируем расширение внутреннего потребления на среднем уровне 3,4%-3,6% с 2018-2023 гг.

*Прямые иностранные инвестиции (ПИИ)*

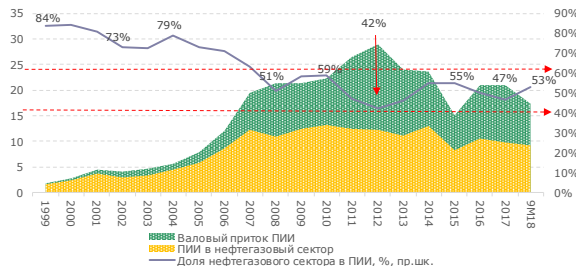
ПИИ являются еще одной «балансирующей» статьёй платежного баланса страны. Существенные «просадки» номинального объема казахстанского экспорта, который в среднем на 70% состоит из минеральных продуктов, компенсировались притоком прямых иностранных инвестиций в рамках финансового счета, достигая в отдельные годы 13 млрд. долларов США (2008 г. и 2016 г.). Согласно данным НБРК по платежному балансу республики, среднее значение прямых инвестиций в 2000-2016 г. составило 6,3 млрд. долларов США. По состоянию на 2017 г. баланс прямых инвестиций составил 3,7 млрд. долларов США (-72,5% г/г). За 9 месяцев 2018 г. баланс прямых инвестиций, согласно предварительным данным НБРК, составил 4,9 млрд. долларов США (+69,4% г/г).

Анализ структуры валового притока ПИИ показал, что их доля в нефтегазовом секторе постепенно сокращалась и в период 2008-2017 гг. находилась в коридоре 42%-59%. (рис.10) Однако валовый приток ПИИ на уровне 80% и выше, наблюдавшийся до 2008 г., заложил основу для углубления диспропорций в экономике в сторону развития сырьевых отраслей. В период 2005-2017 гг. распределение ПИИ в секторе добычи сырой нефти и газа было неравномерным и во-многом определялось стоимостью энергоносителей на международных торговых площадках, в то время как инвестиции в геологоразведку были относительно устойчивыми и росли в 2005-2011 гг. В 2012-2016 гг. ПИИ составляли 4,8-6,8 млрд. долларов США ежегодно.

По состоянию на 2017 г. доля ПИИ в нефтегазовый сектор сократилась до 47%, а инвестиции в геологоразведку сократились с 4,8 млрд. долларов США в 2016 г. до 198 млн. долларов США в 2017 г. ПИИ в сектор добычи нефти и газа, наоборот, увеличились на 27,5% г/г и составили 5,2 млрд. долларов США. За 9 месяцев 2018 года ПИИ в геологоразведку составили 205 млн. долларов США, в то время как ПИИ в добычу нефти и газа увеличились в 17,1% г/г и составили 9,2 млрд. долларов США. Доля нефтегазового сектора в общей структуре ПИИ в первом полугодии 2018 г. составила 53% (54% за 9М2018).

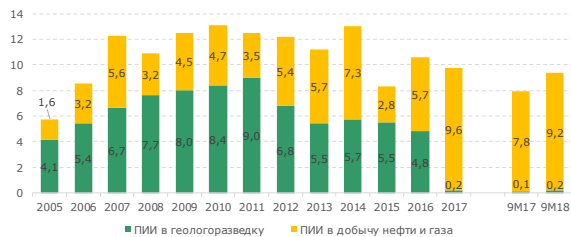
Такое изменение в структуре ПИИ в сторону добычи нефти и газа от геологоразведки просматривается, начиная с 2012 г. и указывает на то, что иностранные инвесторы сокращают свои вложения в поиск и разведку нефти на существующих или новых месторождениях республики и ограничивают свои инвестиции только уже существующими проектами (Кашаган, Тенгиз, Карачаганак). Мы полагаем, что перепроизводство и несбалансированность спроса и предложения сырой

Рис.9. Валовый приток ПИИ, млрд. долларов США



Источник: НБРК, IMF, WB, Halyk Finance

Рис.10. Структура валового притока ПИИ, млрд. долларов США



Источник: НБРК, Halyk Finance

нефти создает определенные риски ценовой неопределенности на рынке углеводородов, что заставляет инвесторов сокращать капитальные затраты на проведение геологоразведки и наращивать инвестиции в технологии извлечения сырой нефти и газа на уже существующих месторождениях (рис. 10).

*Перспективы прямых инвестиций*

Мы полагаем, что основной приток иностранных инвестиций в ближайшие 5 лет будет преимущественно ограничен нефтеносными месторождениями Кашаган, Тенгиз и Карачаганак. На месторождении Тенгиз в рамках проекта будущего расширения, а также проекта управления устьевым давлением будет инвестировано порядка \$37 млрд. По предварительной оценке, консорциум инвестирует в рамках реализации важных для будущего развития Карачаганака порядка \$5 млрд. Так, только в рамках проекта по снятию производственных ограничений по добыче газа консорциум КРО инвестирует \$1,1 млрд. Первоначально инвестиции по месторождению Кашаган стоимостью в \$5 млрд. долларов были связаны со строительством центра компримирования ЦК-01 для обратной закачки с целью расширения объемов добычи на уровне 370 тыс. баррелей в сутки. Осенью 2018 г. было сделано заявление о том, что прорабатывается концепция по расширению добычи нефти до 450 тыс. баррелей в сутки, однако размер инвестиций по этому проекту не уточнялся.

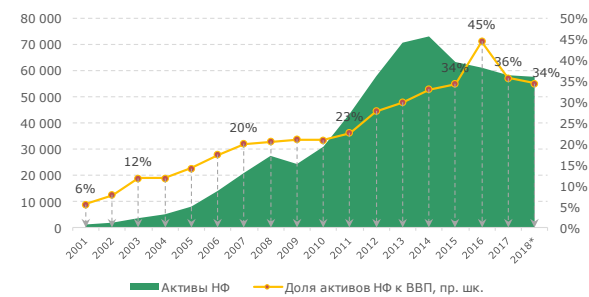
*Национальный фонд*

Согласно данным НБРК, объем валютного портфеля Национального Фонда РК (НФ РК) по состоянию на конец 2017 г. составил \$58,3 млрд (-4,7% г/г). Размер номинального держания облигаций государственных холдингов (Самрук-Казына, КазАгро, Байтерек) составил Т803,2 млрд. (\$2,5 млрд). Остаток на счете в национальной валюте составил Т337,9 млрд (\$1,0 млрд). Стоимость сберегательного портфеля фонда составила \$50,4 млрд или 86,4% от общего размера валютного портфеля. Стоимость стабилизационного портфеля сложилась на уровне \$7,9 млрд или 13,6% от всего валютного портфеля. Инвестиционный доход за 2017 г. сложился в размере \$4,4 млрд при уровне доходности в 7,61%. В 2017 г. активы НФ РК показали самую высокую доходность, которая сопоставима с уровнем доходности портфеля НФ РК, которую он демонстрировал в периоде с 2003-2007 гг. (7,6%-9,9%) и 2009 г. (7,3%). При этом доля активов НФ РК к ВВП сократилась с 45% в 2016 г. до 36% в 2017 г. Снижению показателя активов НФ РК способствовало выделение средств фонда на поддержание устойчивости банковского сектора республики в размере 4% от ВВП и средств в рамках программ Нурлы Жер и Нурлы Жол (рис 11.).

За 12 месяцев 2018 года размер валютного портфеля НФ РК уменьшился на 1,05% и составил \$57,7млрд. Анализ структуры поступлений средств в НФ РК показывает увеличение пополнения активов фонда за счет прямых налогов от предприятий нефтяного сектора республики на 60%/г до Т3,201 млрд. Существенное увеличение наблюдается по поступлениям КПН на 76% г/г, по поступлениям рентного налога на экспортируемую сырую нефть в 1,9 раза и в 70% по СРП.

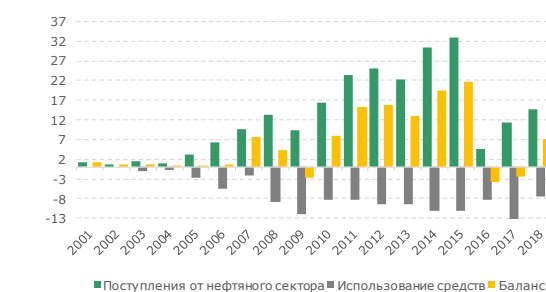
Расходы НФ РК за 12 месяцев 2018 г. сократились на 41% г/г и составили Т2,618 млрд. При этом наблюдается уменьшение использования средств фонда в форме

Рис.11. Активы национального фонда, млн. долларов США



Источник: НБРК, МФФ, Halyk Finance \* оценка

Рис.12. Поступления в НФ от нефтяного сектора, \$ млрд.



Источник: МинФи, КС МНЭ, Halyk Finance



гарантированного трансферта в бюджет на 10% г/г. Сокращение расходов фонда в 2018 г. произошло прежде всего за счет отсутствия предусмотренных бюджетом целевых трансфертов, а также за счет сокращения размера гарантированного трансферта с Т2,880 млрд. до Т2,600 млрд. (рис.12). Облигационных займов в 2017 г. и в 2018 г. фонд не предоставлял. В 2017 г. АО ФНБ Самрук-Казына осуществил досрочное погашение облигаций в размере \$520 млн. Размер инвестиционного дохода фонда за 12 месяцев прошлого года составил Т1,845 млрд. (\$5,4 млрд, +22,2% г/г), увеличившись на 29% г/г.

Необходимо отметить, что увеличение стоимости углеводородов на международных торговых площадках и расширение физического объема добычи нефти и, как следствие, увеличение поступлений со стороны нефтяного сектора в форме налогов, а также отсутствие целевых трансфертов, сформировали положительное сальдо поступлений над расходами НФ РК за 12 месяцев 2018 г. в размере Т2,480 млрд. (рис. 12).

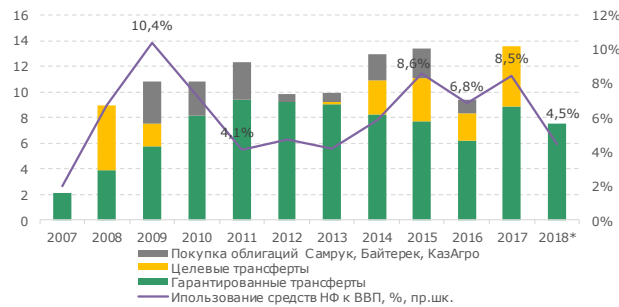
Концепция использования средств НФ на 2018-2020 гг. предполагала ограничение использования средств фонда до суммы гарантированного трансферта в бюджет, который составил по состоянию на 1 декабря 2018 г. 2,6 трлн. тенге (\$7,5 млрд.) и был полностью освоен. Несмотря на все усилия правительства по сокращению зависимости бюджета от средств НФ РК, эта зависимость все же сохраняется. Так, в рамках закона «О гарантированном трансферте из Национального фонда Республики Казахстан на 2018-2020 годы» предполагалось постепенное сокращение размера гарантированного трансферта с Т2,600 млрд. в 2018 г. до Т2,300 млрд. в 2019 г., с последующим снижением до Т2,000 млрд. в 2020 г. Этот закон в ноябре прошлого года утратил свою силу. В ноябре 2018 г. вступил в силу закон «О гарантированном трансферте из Национального фонда Республики Казахстан на 2019-2021 годы», в рамках которого предполагается следующее поэтапное снижение трансферта: 2019 г. – Т2,450 млрд, 2020 г. – Т2,300 млрд. и 2021 г. – Т2,000 млрд, при сохранении неснижаемого остатка 30% от ВВП.

Мы полагаем, что перенос сроков не случаен и отражает неэластичность бюджетного процесса. Так, повышение нагрузки на НФ РК во время кризисных явлений в экономике вполне оправдан и ожидаем (2008-2009 гг.), однако стимулирующее действие бюджета продолжается и вне периода ухудшения макроэкономических условий в форме программ поддержки и развития. По нашему мнению, в условиях благоприятной конъюнктуры должна происходить бюджетная консолидация и сокращение нагрузки на средства фонда. Однако переключение бюджетной экспансии на более нейтральную бюджетную политику не происходит или происходит медленно, и это приводит к тому, что расходы фонда преобладают над его доходами, а аккумуляция средств не происходит.

#### Нефтегазовый сектор и консолидированный бюджет

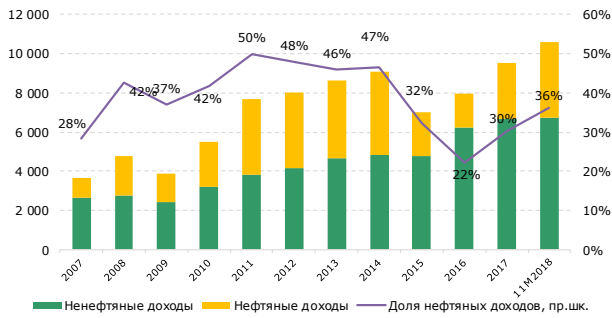
Консолидация доходов и расходов НБ РК и государственного бюджета осуществляется на основе методики МВФ и отличается от методики консолидации, используемой уполномоченными финансовыми органами республики Казахстан. Существенным методологическим отличием, которое не учитывается в рамках консолидации финансовыми органами республики является учет помощи

Рис.13.Использование средств НФ, \$ млрд.



Источник: МинФин, КС МНЭ, Halyk Finance \*оценка

Рисунок 14. Доходная часть консол. бюджета, млрд. тенге

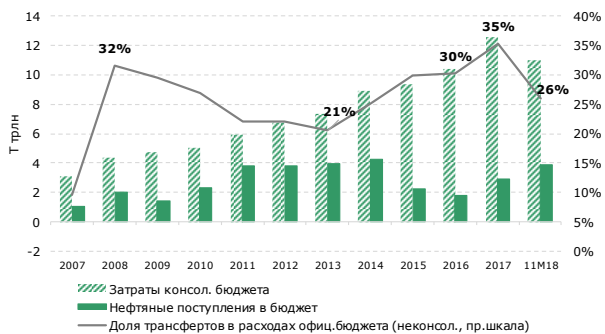


Источник: МинФин, Halyk Finance

квазигосударственным структурам в затратах государства, а налоговые отчисления, получаемые от налогообложения нефтегазового сектора, учитываются в доходной части бюджета.

Анализ консолидированных доходов НФ РК и нефтяные доходов государственного бюджета страны показал, что доля нефтяных доходов НФ РК в консолидированных доходах государственного бюджета и НФ РК увеличилась с 28,3% в 2007 г. до 49,8% в 2011 г. (рис. 14). В период 2011-2014 гг. доля нефтяных доходов в структуре консолидированного бюджета составляла 46-48%. Начиная с 2015 г. нефтяные доходы стали сокращаться на фоне понижения котировок цен на углеводороды до 32,4% в 2015 г. и в 2016 г. достигли своего минимального значения в 22,3% в рамках рассматриваемого периода. Одновременно с постепенным восстановлением цен на энергоносители на мировых торговых площадках, а также с увеличением добычи нефти и нефтепродуктов в республике доля нефтяных доходов бюджета также стала восстанавливаться и по состоянию на 2017 г. составила 30,3%. Согласно нашим предварительным расчетам за 11M2018 г., доля нефтяных доходов консолидированного бюджета составила 36,2%. Анализ расходов консолидированного бюджета показал, что в 2017 г. доля расходов консолидированного бюджета к ВВП впервые за 4 года увеличилась до 26%.

Рисунок 15. Затраты консол. бюджета

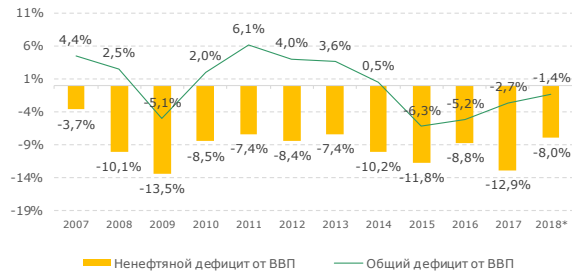


Источник: МинФин, Halyk Finance

Такому росту расходов способствовало предоставление помощи банковской системе. В 2014-2016 гг. доля расходов к ВВП составляла 22,1-22,9%. Увеличению расходов консолидированного бюджета способствовало увеличение расходов государственного бюджета более чем на 32% г/г. За 11M2018 г. доля расходов консолидированного бюджета к прогнозируемому ВВП сократилась до 17%. Наряду с сокращением расходов консолидированного бюджета, наблюдается сокращение доли трансфертов в расходах официального бюджета до 25,9% (рис 15).

В 2018 г. наблюдается сокращение расходов консолидированного бюджета, который мы оцениваем на уровне порядка 19%-20% к ВВП. Сокращению расходов консолидированного бюджета способствовало сокращение государственной помощи прежде всего банковской системе в рамках бюджетного процесса. Если через бюджет в 2017 г. было выделено 2,1 трлн. тенге, то в рамках бюджета 2018 года ассигнования бюджета для БУ составили порядка 640 млрд. тенге. Не последнюю роль в сокращении расходов консолидированного бюджета способствовала отмена целевого трансферта из НФ РК в бюджет. Сокращение расходов консолидированного бюджета, с одной стороны, происходит за счет оптимизации бюджетных расходов, с другой стороны, происходит замещение бюджетных расходов за счет внебюджетных фондов – Национального банка и ЕНПФ. В 2019 г. предполагается привлечь из этих источников порядка 1,1 трлн. тенге.

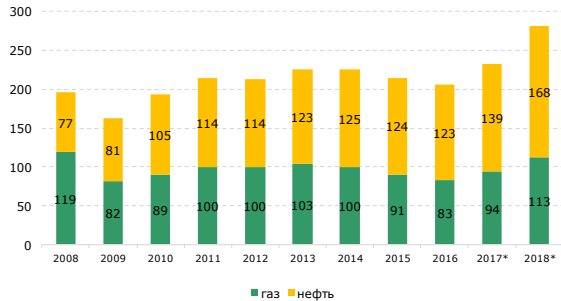
Рисунок 16. Нефтяной дефицит консол. бюджета



Источник: МинФин, Halyk Finance \*оценка

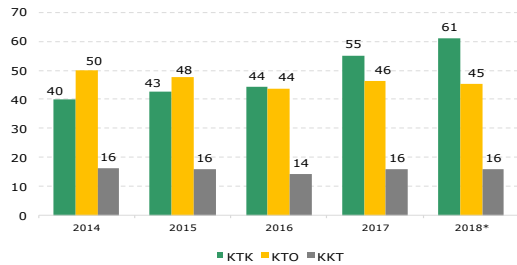
Нефтяной дефицит государственного бюджета за 11 месяцев 2018 г. сложился на уровне Т365 млрд. (-0,6% от прогнозного значения ВВП) против планируемых Т883 млрд. или 1,5% от ВВП (рис. 16). Нефтяной дефицит консолидированного бюджета за 11M2018 года составил Т4,9 трлн и снизился в сравнении с 11M2017 г. (-Т7,3 трлн). По нашей оценке, по итогам 2018 г. нефтяной дефицит консолидированного бюджета составит -8% ВВП, а нефтяной сократится до -1,4% ВВП (рис 16).

Рисунок 17. Транспортировка грузов по магистральным трубопроводам, млн. тонн



\* данные за 2017 по транспортировке нефти и газа представляют собой конфиденциальную информацию, указанный объем - оценка Halyk Finance  
 Источник: КС МНЭК, Halyk Finance

Рисунок 18. Транспортировка нефти по трубопроводам, млн. тонн



Источник: по данным компаний, Halyk Finance

Анализ доходов и расходов консолидированного бюджета в анализируемом периоде показал, что состояние государственных финансов продолжает находиться в прямой зависимости от доходов нефтяного сектора и испытывает на себе цикличность отрасли. Бюджетное стимулирование экономики в качестве антициклической меры является, по нашему мнению, вполне разумной и ожидаемой мерой. Однако накопленные диспропорции в экономике (доминирование сырьевого сектора) и дисбалансы в механизмах экономического развития (преимущественно через бюджетную трансмиссию за счет целевых и гарантированных трансфертов в рамках инфраструктурных и прочих государственных программ) делают такую экономическую модель развития крайне зависимой от нефтяных доходов. Восстановление налогооблагаемой базы не сырьевой части экономики после окончания фазы экономического спада носит более затяжной характер и требует перераспределения финансовых ресурсов из доходов, получаемых от сырьевой части экономики, восстановление которой отмечено более высокими темпами.

### Транспортировка нефти

Объем транспортировки сырой нефти в Казахстане в 2017 г. по магистральным трубопроводам увеличился на 13,1% г/г и составил 232,8 млн. тонн. Согласно годовым данным Комитета по статистике данные, конкретизирующие объемы транспортировки отдельно нефти и газа в 2017 г., были засекречены и в отчетности за 2017 г. отмечены знаком «X» с пояснением, что данные конфиденциальные. Согласно нашей оценке, объем транспортировки газа сложился на уровне 94 млн. тонн, а нефти 139 млн. тонн. Транзит нефти и газа в 2017 г. увеличился с 33 млн. тонн годом ранее до 67,7 млн. тонн.

#### КТК - Каспийский Трубопроводный Консорциум

Объем транспортировки нефти по трубопроводу КТК в 2017 г. увеличился на 24,4% г/г и составил 55,1 млн. тонн нефти. За 2018 г. объем транспортировки увеличился на 10,8% г/г и составил 61,1 млн. тонн. Расширение объемов транспортировки нефти в январе-декабре 2018 г. по этому направлению связано прежде с добычей на месторождениях Тенгиз, Карачаганак и Кашаган. В результате проекта расширения пропускная способность трубопровода по направлению Тенгиз-Новороссийск достигла 67 млн. тонн. В марте 2018 г. была введена в постоянную эксплуатацию последняя станция проекта расширения. (рис. 18)

#### КТО - АО «КазТрансОйл»

Объем транспортировки нефти по трубопроводу КТО в 2017 г. увеличился на 5,7% и составил 46,3 млн. тонн. Необходимо подчеркнуть, что забор нефти в трубопровод осуществляется на более зрелых месторождениях, на которых происходит естественное истощение месторождений и уменьшение объемов добычи на 1,6% в год. Кроме того, в рамках соглашения ОПЕК+ Казахстан взял на себя обязательства по сокращению производства нефти, которое, со слов министра энергетики будет осуществляться именно на зрелых месторождениях страны. За 12 месяцев 2018 года объем транспортировки сократился на 2,1% г/г и составил 45,3 млн. тонн. (рис. 18)

*ККТ – ТОО «Казахстанско-Китайский Трубопровод»*

Объем транспортировки нефти по трубопроводу ККТ в 2017 г. увеличился на 17,1% и составил 16,5 млн. тонн. Транспортировка по нефтепроводу Атасу-Алашанькоу составила 12,3 млн. тонн. Нефтепровод Атасу-Алашанькоу после ввода НПС №8 и №10 в 2013 г. увеличил проектную мощность до 20 млн. тонн нефти в год. Согласно данным ТОО «Казахстанско-Китайский Трубопровод», в 2018 г. по трубопроводной системе ККТ объем транспортировки нефти сократился на 3% г/г и составил 16 млн. тонн. Транспортировка по нефтепроводу Атасу-Алашанькоу составила 11,4 млн. тонн. (рис. 18)

*Транспортировка нефти другими видами транспорта*

Морской транспорт по объемам перевозок сырой нефти стоит на втором месте. Однако информация, представленная в отчетности КС РК, вероятно, в полной мере не учитывает объемы перевозки, а за 2017 г. не отражается в статистической отчетности, т.к. носит статус конфиденциальной информации. Однако анализ годовых отчетов ТОО «НМСК «Казмортрансфлот», указывает на расхождения с официальной статистикой Комитета по статистике РК. Так, согласно фактическим данным компании объем транспортировки нефти в 2013 г. составил 5 114 тыс. тонн (по направлениям Актау-Махачкала и Актау-Баку) против 3 792 тыс. тонн КС МНЭК РК, а в 2014 г. транспортировка достигла рекордных объемов в 4 596 тыс. тонн (по тем же направлениям) против 3 630 тыс. тонн по данным КС МНЭК РК. По состоянию на 2016 г. объем транспортировки нефти составил 2 875 тонн против 2 208 тыс. тонн по официальной статистике КС МНЭК РК. Согласно годовой отчетности за 2017 г. ТОО «НМСК «Казмортрансфлот» объем транспортировки за 2017 г. составил 2 480 тыс. тонн. (рис. 19). Данные за 2018 г. отсутствуют. По нашей оценке, объем перевозки морским транспортом за прошлый год составил не менее 2,5 млн. тонн.

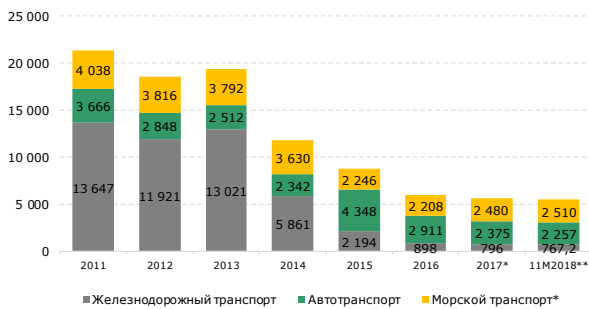
Третьим по объему транспортировки сырой нефти является автомобильный транспорт. Согласно официальной статистике КС МНЭК РК, объемы перевозок автомобильным транспортом в 2017 г. сократились на 18,4% г/г и составили 2,4 млн. тонн. При этом перевозка нефтепродуктов за год выросла на 76,3% и составила 859,4 тыс. тонн. Согласно нашей оценке, перевозка сырой нефти автотранспортом за 11 месяцев 2018 г. составила порядка 2,3 млн. тонн. Перевозка природного газа автотранспортными средствами в республике не осуществляется.

И четвертым по размеру перевозок сырой нефти в Казахстане является железнодорожный транспорт. Согласно данным КС МНЭК РК, объем сырой нефти, перевезенной по ЖД в 2017 г., сократился на 11,3% г/г и составил 796,4 тыс. тонн. Перевозки нефтепродуктов, наоборот, выросли на 1,4% и составили 13 156 тыс. тонн. За 11 месяцев 2018 г. транспортировка сырой нефти этим видом транспорта составила 767 тыс. тонн.

**Переработка нефти**

Нефтепереработка в Казахстане осуществляется на трех основных нефтеперерабатывающих предприятиях, расположенных в Атырауской области (Атырауский НПЗ), Павлодарской области (Павлодарский НХЗ) и ЮКО (Шымкентский НПЗ). На долю трех областей приходилось порядка 94% продукции

Рисунок 19. Транспортировка сырой нефти, тыс. тонн



\*данные из отчетов ТОО «НМСК «Казмортрансфлот», \*\* оценка  
Источник: КС МНЭК, Halyk Finance

нефтепереработки в 2007-2018 гг. На долю мини-НПЗ приходилось остальные 6% (рис. 20).

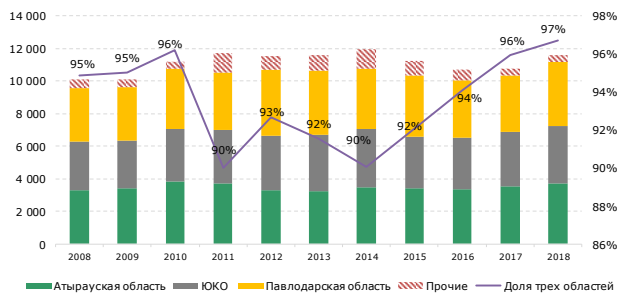
Согласно данным из разных источников, в республике насчитывается порядка 30 мини-НПЗ. Крупнейшие и функционирующие - АО «Конденсат» в ЗКО и ТОО «Актобе нефтепереработка» в Актобе, ТОО «Амангельдинский ГПЗ» в Жамбылской области, ТОО «Нефтяной дом Астан-Ойл» в Акмолинской области и ТОО «Кызылординский Нефтеперерабатывающий завод» в Кызылординской области. В отличие от крупных НПЗ, на мини-НПЗ переработка нефтепродуктов осуществляется избирательно, так производство газойлей (дизельного топлива) налажено на всех мини-НПЗ, а производство высокооктановой продукции налажено в АО «Конденсат» в ЗКО, ТОО «Амангельдинский ГПЗ» в Жамбылской области. Производство продуктов тяжелых фракций нефтепереработки (мазут) налажено на ТОО «Актобе нефтепереработка», ТОО «Амангельдинский ГПЗ» и ТОО «Кызылординский нефтеперерабатывающий завод». Расширение нефтеперерабатывающей отрасли за счет мини-НПЗ в Казахстане началось с 2002 -2003 гг.

В 2016-2018 гг. была осуществлена модернизация основных НПЗ в республике. Общая стоимость модернизации трех НПЗ оценивается \$6,0 млрд. Стоимость модернизации Павлодарского НПЗ составила \$831 млн. Стоимость модернизации Атырауского НПЗ, согласно данным КМГ, составила \$3,3 млрд и состояла из строительства комплекса по производству ароматических углеводородов (\$1 271 млн) и комплекса по глубокой переработке нефти (\$2 050 млн). Модернизация Атырауского НПЗ была завершена в декабре 2017 г. Стоимость модернизации Шымкентского НПЗ оценивается в \$1 853,5 млн., ее финансирование осуществлялось с помощью БРК в рамках ГПИИР на 2015-2019 г. Реконструкция и модернизация Шымкентского НПЗ была завершена в два этапа в июне 2017 г. и в марте 2018. Согласно проекта модернизации Павлодарского НХЗ, ее стоимость оценивалась в \$831 млн. Модернизация Павлодарского НХЗ завершилась в декабре 2017 г.

В результате модернизации АНПЗ стало возможным увеличение производства высокооктановых дистиллятов с 260 тыс. тонн в год до 600 тыс. тонн в год. Кроме этого на заводе стали производить дизельное топливо экологического класса К4 и К5. Производство высокооктановых дистиллятов на ШНПЗ в результате модернизации увеличится с 882 тыс. тонн до 2 271 тыс. тонн в год, а дизельного топлива с 1 209 тыс. тонн до 1 916 тыс. тонн в год. На заводе также налажено производство дизельного топлива экологического класса. На ПНХЗ производство высокооктановых бензинов увеличится с 1 081 тыс. тонн до 1 492 тыс. тонн в год.

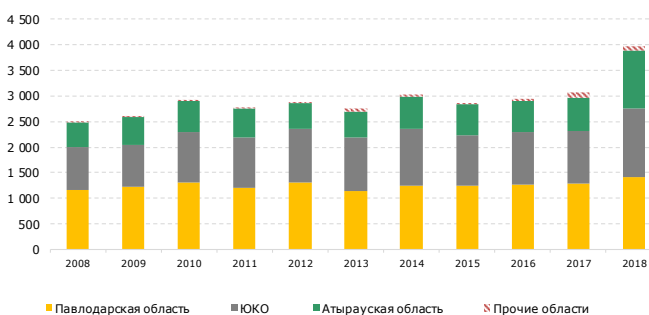
Если до модернизации отечественных НПЗ порядка одной третьей бензина завозилось из РФ, то к концу 2018 г. все внутренние потребности в топливе покрывались за счет внутреннего производства. Так, если производство моторного топлива в 2017 г. составило 3 058 тыс. тонн (+3,7% г/г), то в 2018 г. объем переработки вырос на +29,8% г/г до 3 969 тыс. тонн. Существенный рост наблюдается также в части производства керосина, включая реактивное топливо на 29,4% до 388,3 тыс. тонн (+16,7% в 2017 г.). Существенный прирост объемов производства моторного бензина наблюдается в Атырауской области на +74,3% до 1 129 тыс. тонны в 2018 г. Рост объемов

Рисунок 20. Производство продуктов нефтепереработки, тыс. тонн



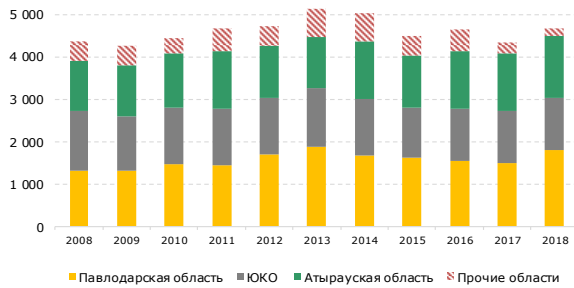
Источник: КС МНЭК, Halyk Finance

Рисунок 21. Производство топлива моторного (бензин и авиационный бензин), тыс. тонн



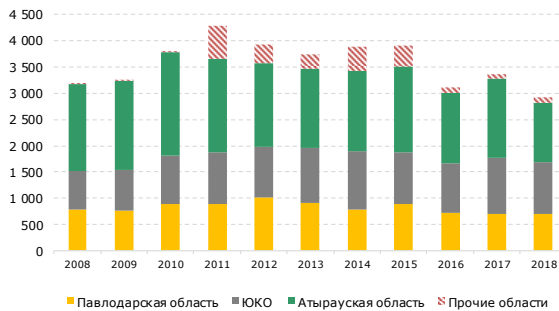
Источник: КС МНЭК, Halyk Finance

Рисунок 22. Производство газойлей, тыс. тонн



Источник: КС МНЭК, Halyk Finance

Рисунок 23. Производство мазута, тыс. тонн



Источник: КС МНЭК, Halyk Finance

выпуска моторного бензина в ЮКО составил 29,6% г/г или 1 332 тыс. тонны. Производство в Павлодарской области увеличилось на 10,7% г/г и составило 1 422 тыс. тонн.

Обеспеченность внутреннего рынка Казахстана, по заявлению министра энергетики, высокооктановыми дистиллятами (бензин) по результатам 2018 г. составила 93,2%. Обеспеченность республики авиакеросином в 2018 г. составила 62%.

Рост объемов производства тяжелого топлива (газойлей) составило 4 672 тыс. тонн и увеличилось на 7,4% г/г (в 2017 г. -6,4% г/г). В Павлодарской области увеличилось производство газойлей в 2018 г. на 19,8% г/г до 1 797 тыс. тонн. В Атырауской области увеличилось производство газойлей на 6% г/г за аналогичный период до 1 456 тыс. тонн. Производство в ЮКО увеличилось на 2,0 г/г и составило 1 243 тыс. тонны за 12 месяцев прошлого года. Производство же мазута за 2018 г. сократилось на 12,9% г/г и составило 2 929 тыс. тонн. (рис. 23). Сокращение произошло за счет сокращения производства топочного мазута в Атырауской области на 25% г/г до 1 134 тыс. тонн, а в ЮКО (г. Шымкент) на 10,3% г/г до 971 тыс. тонн.

Обеспеченность внутреннего рынка Казахстана тяжелым топливом по результатам 2018 г. составила 91,1%.

Согласно заявлению министерства энергетики, в 2019 г. при сложившихся темпах производства высокооктановых дистиллятов по республике сложится профицит производства отечественного бензина в размере 500-600 тыс. тонн. Согласно заявлению министра, в 2019 г. Казахстан выйдет на 100% обеспеченность нефтепродуктами (за исключением зимнего тяжелого топлива).

Ратификация договора в рамках ЕАЭС позволит Казахстану экспортировать излишки производства топлива в страны, не входящие в Союз.

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 Чувев	Заместитель директора
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Алия Асылбекова	Долевые инструменты
Владислав Туркин	Долговые инструменты

#### E-mail

[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[d.sheikin@halykfinance.kz](mailto:d.sheikin@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[a.assilbekova@halykfinance.kz](mailto:a.assilbekova@halykfinance.kz)  
[v.turkin@halykfinance.kz](mailto:v.turkin@halykfinance.kz)

#### Департамент продаж

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

#### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[a.moldakhmetova@halykfinance.kz](mailto:a.moldakhmetova@halykfinance.kz)  
[sh.zhakanova@halykfinance.kz](mailto:sh.zhakanova@halykfinance.kz)  
[a.ordabayeva@halykfinance.kz](mailto:a.ordabayeva@halykfinance.kz)  
[d.maneyeva@halykfinance.kz](mailto:d.maneyeva@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 357 31 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance