

Производственные результаты 2023 г.

Актанов Амир

07 февраля 2024 г.

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер	KZAP KZ		
Рекомендация	Покупать		
Текущая цена, тенге/акция	19 423		
Текущая цена, \$/ГДР	\$45		
Целевая цена (12 мес.), тенге/акция	22 822		
Ожид. потенциал роста/снижения	17%		
Кол-во простых акций (млн)	259		
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн тенге	50.5		
Рыночн. кап-ция (млрд тенге)	5 037		
Основные акционеры:			
Самрук-Казына	75%		
СІТІВАНК	24%		
Кредитные рейтинги			
Moody's	Ваа2/Позитивный	30.10.2023	
Fitch Ratings	BBB/Стабильный	19.01.2024	
Фин. показатели (млрд тенге)			
	2022	2023П	2024П
Выручка	1 001.2	1 391.0	1 641.2
ЕБИТДА	539.9	744.4	887.7
Чистая прибыль	472.5	633.3	771.7
EPS, тенге	1 821.6	2 441.9	2 975.3
Собственный капитал	1 696.5	2 067.8	2 444.3
Оценка			
	2022	2023П	2024П
EV/Sales	6.1	4.4	3.7
EV/ЕБИТДА	11.4	8.3	6.9
P/E	10.7	8.0	6.5
P/B	3.1	2.5	2.1
ROAA	0.2	0.3	0.3
ROAE	0.3	0.3	0.3
Изменение цены			
	KZAP		KASE
1М	6%		2%
3М	3%		6%
12М	34%		29%
Максимум за 52 недели	19 800		4 228
Минимум за 52 недели	12 000		3 108
Максимум за 52 недели (ГДР)	\$47.6		
Минимум за 52 недели (ГДР)	\$25		



КазАтомПром опубликовал производственные результаты за 2023 год и также представил обновленные оценки показателей на текущий год. По результатам прошлого года крупнейший производитель урана добыл 11 169 тонн металла (-1.8%), при этом компании удалось нарастить продажи до самого высокого уровня начиная с 2019 года до 14 915 тонн (+9.9%) и увеличить среднюю цену реализации на 22%. На 100% основе по Группе объемы производства и продажи урана составили 21 112 тонн (-0.5%) и 18 069 тонн (+10.5%) соответственно.

Корректировкам в сторону снижения подверглись производственные показатели за 2024 год, при этом компания изъела прогноз операционных показателей на будущий год, отметив возможность их публикации в рамках раскрытия финансовых результатов за январь-июнь 2024 г. Однако, несмотря на снижение прогнозных объемов производства и реализации урана на 2024-2025 гг, нивелировать данный негативный эффект позволят высокие цены на уран, которые накануне впервые за шестнадцать лет превысили трехзначные величины (\$106 за фунт).

В результате данных изменений, а также принимая во внимание корректировку в сторону увеличения цен на уран в прогнозный период и снижение ставки дисконтирования (WACC) - мы повысили целевую цену акции КазАтомПром с 20 201 тенге до 22 822 тенге. Рекомендация по акциям компании была изменена с «держатель» до «покупать».

Пересмотр прогнозов на 2024 год

Согласно обновленным прогнозам, уровень производства урана в 2024 году на 100% основе составит 21 000 – 22 500 тонн, что на 14% меньше предыдущей оценки в 25 300 тонн. Снижение прогнозных ориентиров было связано со сложностями с доступностью серной кислоты, являющейся основным компонентом в процессе добычи урана. В меньшей степени, корректировки прогнозных показателей были связаны с задержками строительных работ на новых рудниках. При этом, как отмечалось прежде, компания изъела прогноз операционных показателей на 2025 год.

Прогнозы на 2024-2025 года и в последующий период

Изначально компания прогнозировала добычу урана в 2024 году на уровне 25 300 тонн. В январе данный прогноз был скорректирован до 21 750 тонн (21 000 – 22 500 тонн), что предполагает 14%-ное снижение к прошлому ориентиру компании. В 2025 году, мы закладываем аналогичные темпы сокращения производства до 26 650 тонн против прошлого прогноза компании в 31 000 тонн.

Рис 1. Операционные показатели, тонн

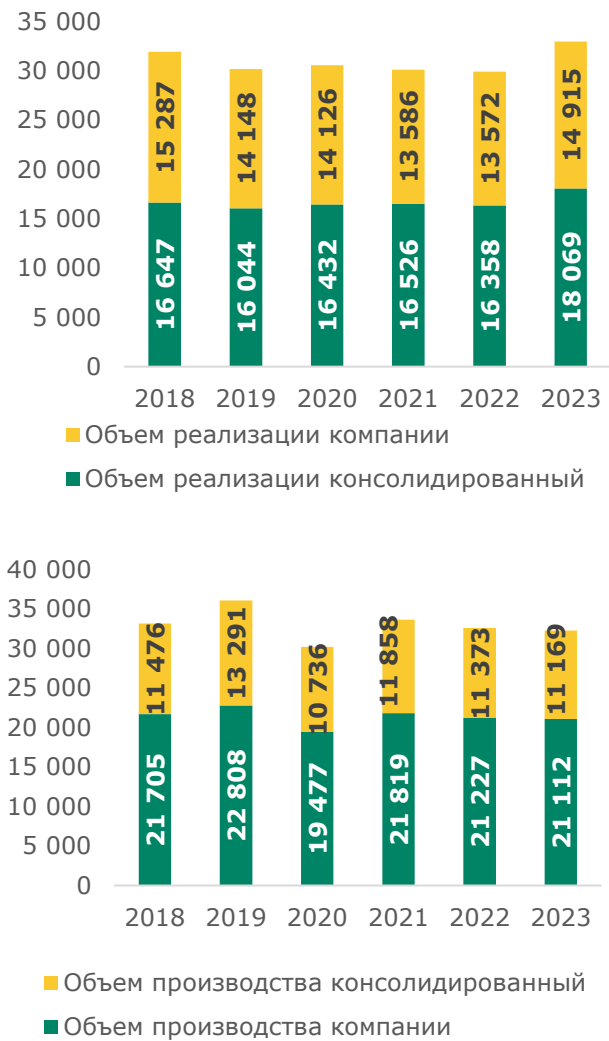
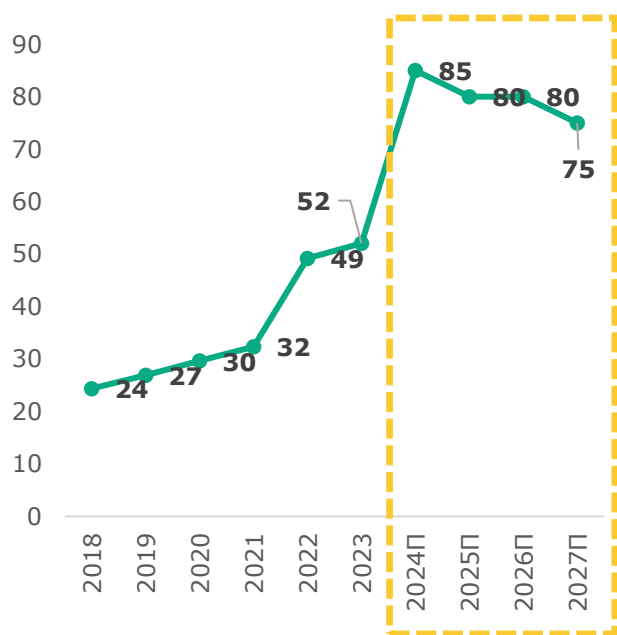


Рис 2. Средняя цена реализации КАП, \$/фунт



*прогноз на 2024-2027 гг. КазАтомПром, Bloomberg, Halyk Finance

Исходя из принципов консервативной оценки, после 2025 года мы ожидаем, что уровень производства урана скорректируется до средних значений за последние шесть лет. В течение последних нескольких лет, доля КазАтомПром в общей добыче по Группе составляла в среднем 54-55%, что означает, что компания потенциально может увеличить производство урана в 2025 году до 14 449 тонн в сравнении с 10 900 – 11 900 тонн в 2024 году (прогноз компании).

Рекордные финансовые результаты

Осенью Менеджмент компании увеличил прогнозный уровень выручки на 2023 г до 1 370 – 1 410 млрд тенге (1 270 – 1310 млрд тенге прошлый прогноз) в сравнении с выручкой в 1 001 млрд тенге в 2022 году. Мы, в свою очередь, видим потенциал роста выручки по итогам 2023 года до 1 391 млрд тенге с дальнейшим увеличением до 1 641 млрд тенге в 2024 году.

Более высокие цены на уран, возобновление роста операционных показателей, а также прогнозное ослабление курса тенге к доллару США окажут существенную поддержку финансовым результатам компании.

Текущая ситуация на рынке урана

Цены на уран накануне обновили шестнадцатилетние максимумы, превысив \$100 за фунт. После 13%-ного роста в 2022 году, стоимость недельного спота выросла в 2023 году сразу на 91% и почти на 16.6% в текущем году.

Геополитические риски, увеличение спроса на металл при одновременном снижении уровня предложения, значительно усилившиеся перспективы по отказу использования российского урана, перебои с поставками металла в Нигере, а также усиление глобального фокуса на «зеленой» повестке – все это выступают основными драйверами ралли на рынке урана.

В краткосрочной перспективе цены на уран могут закрепиться выше \$100 за фунт на фоне расширения дефицита предложения металла на рынке, который был усилен снижением прогнозов производства со стороны КазАтомПром. Несмотря на то, что компания изъясла прогноз уровня производства металла на 2025 год, вполне очевидно, что ей не удастся достичь ранее запланированного уровня добычи в 31 000 тонн.

Цены на уран могут продолжить восходящую динамику на фоне усиления санкций в отношении России. В случае если Джо Байден поставит подпись к одобренному в декабре Конгрессом законопроекту по отказу от использования российского урана, котировки металла могут ощутимо уйти вверх и закрепиться выше \$100 за фунт. Так, аналитики инвестиционной компании Jefferies допускают возможность того, что цены на металл превысят исторический максимум в \$136 за фунт, который был достигнут в июне 2007 года.

Продажи урана по не самым выгодным ценам

Следует отметить, что компания не в полной мере смогла извлечь все выгоды от бурного роста котировок цен на уран. Так, к примеру, средняя цена реализации урана в четвертом квартале составила \$64.07 за фунт, что меньше средней спотовой цены на конец месяца в \$82.2

Рис 3. Спотовая цена на уран



Рис 4. Долг и долговая нагрузка КазАтомПром

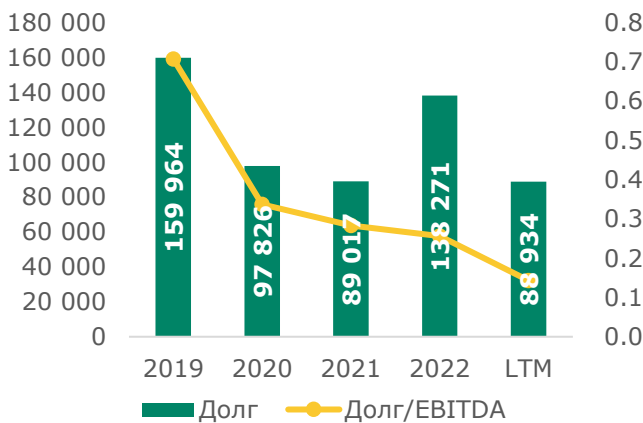


Рис 5. Дивиденды КазАтомПром



*Данные на 2023-2025 гг прогнозы Halyk Finance при условии распределения 75% от свободного денежного потока на дивиденды

за фунт. В 2023 году средняя цена реализации составила \$52.1 за фунт, что меньше средней спотовой цены на конец месяца в \$62.5 за фунт. Данное расхождение КазАтомПром объясняет тем, что поставки по некоторым долгосрочным контрактам в 2023 году включали в себя продажи по фиксированным ценам, в том числе ценовые потолки, которые были сформированы в условиях сравнительно низких спотовых цен на уран.

При этом следует отметить неоднородность поставок урана в рамках календарного года. Объемы продаж каждого квартала могут существенно отличаться, а квартальные объемы продаж – варьироваться из года в год в связи с различиями графиков и запросов клиентов на поставку в течение года, а также фактическими физическими поставками.

В целом, дальнейший успех компании во многом будет связан с возможностью реализации урана клиентам по наиболее выгодным для компании ценам. Исходя из представленной компанией таблицы чувствительности средних спотовых цен на уран, при средней цене металла на рынке на уровне \$100 за фунт, средние цены реализации по сделкам КазАтомПром составят \$82 за фунт в 2024 году, \$81 за фунт в 2025 году и \$87 за фунт в 2026 году.

Дивиденды КазАтомПром

Значительное снижение уровня долговой нагрузки является позитивным моментом для акционеров компании. Исходя из дивидендной политики компании, размер дивиденда зависит от текущего уровня значения показателя чистый долг/скорректированная EBITDA. При значении данного показателя ниже 1x, компания поощряет акционеров более высокими выплатами, направляя на дивиденды как минимум 75% от свободного денежного потока.

В 2022 году компания выплатила дивидендов на сумму 227.4 млрд тенге, что составляет 75% от свободного денежного потока за 2021 год и на 51.5% больше объема выплат прошлого года. Дивиденд на акцию в 2022 году увеличился с 579 до 877 тенге.

На майском ГОСА акционеры КазАтомПром одобрили дивиденды по итогам 2022 года. Он составил составил 774.88 тенге на акцию, что почти на 12% меньше уровня дивидендов прошлого года. Выплата по дивидендам в сумме 200.97 млрд тенге были осуществлены в июле 2023 года и составили 75% от свободного денежного потока за 2022 год.

В связи с резким ростом финансовых результатов в прогнозный период, в последующие года мы видим перспективы по росту дивидендных выплат. В частности, уровни свободного денежного потока в следующие несколько лет будуткратно превышать уровень свободного денежного потока 2022 года, что откроет для компании новые возможности для увеличения дивидендных выплат.

Fitch Ratings повысило рейтинг КазАтомПром

Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings накануне повысило рейтинг КазАтомПром с «BBB-» до «BBB», сохранив стабильный прогноз. Данное

повышение во многом было связано с благоприятными фундаментальными факторами, которые окажут поддержку финансовым результатам компании.

Кроме того, рейтинговое агентство высоко оценивает кредитоспособность компании, выделяя чистую денежную позицию (объем денежных средств на балансе кратно превышает величину долга). Fitch Ratings также выделяет доминирующую позицию КазАтомПром на рынке урана.

Возвращаясь к дивидендам, агентство высоко оценивает способность КазАтомПром поощрять акционеров высокими дивидендными выплатами. Fitch Ratings прогнозирует дивидендные выплаты на уровне 75-100% от свободного денежного потока в 2022-2025 гг. В абсолютном выражении объем дивидендных выплат по оценкам Fitch Ratings составит 230 млрд тенге в 2022-2024 гг. и 285 млрд тенге в 2025 году.

При этом несмотря на то, что КазАтомПром предупредил о будущих корректировках производственных результатов, Fitch Ratings по-прежнему ожидает, что уровень производства урана по Группе увеличится до 25 300 тонн в 2024 году и расширится до 31 000 тонн в 2025 году в сравнении с 21 112 тоннами в 2023 году.

Пересмотр целевой цены акции КазАтомПром

В сентябре текущего года за счет ралли на рынке урана, котировки КазАтомПром достигли нашего целевого уровня в 16 227 тенге и закрепились выше 19 000 тенге за акцию. Дальнейший рост цен на металл до шестнадцатилетних максимумов с потенциалом долгосрочного закрепления цен на металл выше \$100 за фунт и выше усилили инвестиционный интерес к акциям урановых производителей, в том числе и к долевым инструментам КазАтомПром.

Принимая во внимание корректировку цен на уран в прогнозный период и снижение ставки дисконтирования (WACC) - мы повысили целевую цену акции КазАтомПром с 20 201 тенге до 22 822 тенге. Рекомендация по акциям компании была изменена с «держать» до «покупать».

Рис. 6. Расчет 12М целевой цены

млн тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
ЕВИТ	791 171	1 235 364	1 087 188	1 098 330	1 174 446
Амортизация	96 480	101 405	113 600	119 455	123 777
ЕВИТДА	887 652	1 336 769	1 200 788	1 217 785	1 298 223
Расходы по подоходному налогу	164 210	255 547	225 864	227 529	251 326
Капитальные расходы	111 603	152 289	137 778	137 588	142 353
Изменение в оборотном капитале	100 517	244 864	-23 832	30 254	64 831
Свободные денежные потоки	511 322	684 069	860 978	822 414	839 714
WACC	15.2%				
Период дисконтирования	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Коэффициент дисконтирования	0.87	0.75	0.65	0.57	0.49
Дисконтированные денежные потоки	443 707	515 114	562 597	466 335	413 181
Потоки в стадии роста (PV)	2 400 935				
Терминальная стоимость	7 619 988				
Терминальная стоимость (PV)	3 749 416				
Стоимость Компании	6 150 351				
Чистый долг	-155 747				
Миноритарный интерес	387 063				
Акционерная стоимость Компании	5 919 035				
Кол-во акций в обращении (млн)	259				
Справедливая стоимость, KZT/акция	22 822				
Текущая цена, тенге/акция	19 423				
Потенциал роста/(снижения)	17%				
Рекомендация	Покупать				

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Рис. 7. Анализ чувствительности, млн тенге

Чувствительность к стоимости акционерного капитала

		WACC				
		14.8%	15.0%	15.2%	15.4%	15.6%
PGR	5 919 035					
	3.4%	5 866 496	5 822 229	5 778 390	5 734 976	5 691 980
	3.6%	5 936 822	5 891 945	5 847 504	5 803 493	5 759 907
	3.8%	6 009 607	5 964 100	5 919 035	5 874 406	5 830 209
	4.0%	6 084 983	6 038 823	5 993 111	5 947 843	5 903 013
	4.2%	6 163 090	6 116 253	6 069 872	6 023 941	5 978 455

Целевая цена

		WACC				
		14.8%	15.0%	15.2%	15.4%	15.6%
PGR	3.4%	22 619	22 449	22 280	22 112	21 947
	3.6%	22 891	22 718	22 546	22 376	22 208
	3.8%	23 171	22 996	22 822	22 650	22 480
	4.0%	23 462	23 284	23 108	22 933	22 760
	4.2%	23 763	23 582	23 404	23 226	23 051

Потенциал роста

		WACC				
		14.8%	15.0%	15.2%	15.4%	15.6%
PGR	3.4%	16%	16%	15%	14%	13%
	3.6%	18%	17%	16%	15%	14%
	3.8%	19%	18%	17%	17%	16%
	4.0%	21%	20%	19%	18%	17%
	4.2%	22%	21%	20%	20%	19%

© 2024 г. 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».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance