

Начало аналитического покрытия

Алтынай Ибраимова

a.ibraimova@halykfinance.kz

24 Декабря 2018г.

Тикер	KAP LI
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, \$/акцию (21.12.2018)	13.9
Целевая цена (12 мес.), \$/акцию	16.5
Ожидаемый потенциал роста	19%

Тикер	KAP KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, ₸/акцию (21.12.2018)	5 300
Целевая цена (12 мес.), ₸/акцию	6 135
Ожидаемый потенциал роста	16%

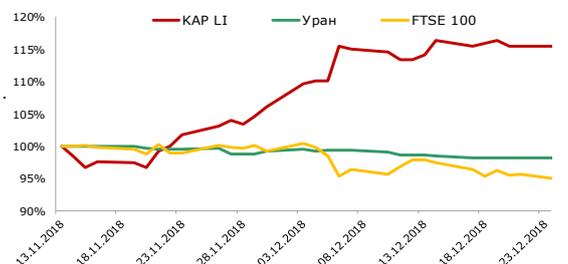
Кол-во простых акций (млн)	259.4
Доля акций в свобод.обращ. (%)	15.0%
Ср. ежедн. объем торгов (\$ млн.)	1.8
Рыночная капитализация (\$ млн)	3 592.7

Финансовые показатели (₸ млн)	2017	2018П	2019П
Выручка	336 517	434 968	451 527
Операционные расходы	-300 996	-218 522	-230 978
Чистая прибыль	139 154	181 318	186 055
EPS, ₸/акцию	н/д	699	717
Ден. средства и экв.	239 936	405 025	652 123
Собственный капитал	641 176	913 707	1 230 390
Чистый долг	-126 705	-365 228	-644 459

Оценка	2017	2018П	2019П
Чистый долг/ЕВБТДА скорр. (x)	-1.31	-1.53	-2.62
Долг/Капитал (x)	0.19	0.05	0.01
EV/Sales (x)	н/д	0.85	1.44
EV/ЕВБТДА (x)	н/д	1.55	2.64
P/E (x)	н/д	7.58	7.39

Динамика изменения цены GDR	Абсол.	Относит. FTSE 100
1М	13.5%	17.5%
3М	н/д	н/д
6М	н/д	н/д
Исторический максимум	16.7	
Исторический минимум	10.5	

Источник: Bloomberg, прогнозы Halyk Finance



Благодаря низкой себестоимости мировой лидер по производству урана, Казатомпром, демонстрирует стабильные финансовые показатели даже на фоне неблагоприятной динамики цен на уран. Ожидаемое увеличение мирового спроса и цен на продукцию компании ставит Казатомпром в выгодное положение на фоне прочих игроков данного сектора промышленности. Согласно нашему анализу, справедливая стоимость акции компании, полученная методом дисконтирования денежных потоков, составляет \$16.5/GDR и \$6135/акцию.

Мировой лидер по добыче и запасам урана. Казахстан с 2010г. удерживает первое место по добыче урана в мире. На долю Казатомпром приходится примерно половина добычи урана в Казахстане, производимого посредством совместных предприятий с крупнейшими мировыми компаниями Camesco, CGNPC, Orano и др. Помимо основного вида продукции, уранового концентрата (U3O8), Казатомпром производит редкие металлы, а также является национальным оператором по импорту-экспорту ядерного топлива для атомных электростанций, специального оборудования, технологий и материалов двойного назначения.

Низкая себестоимость производства гарантирует прибыльность несмотря на низкие цены. Применение технологии подземного выщелачивания, не требующей извлечения руды, обеспечивает компании высокий уровень рентабельности, несмотря на низкий уровень мировых цен на уран. В 2007г. стоимость уранового концентрата достигала \$140 за фунт, упав до уровня \$20-30 в последние годы. При уровне полных операционных расходов, включающих Сарех в \$16/фунт, Казатомпром имеет стабильный запас прочности и способен поддерживать маржинальные показатели на высоком уровне даже в случае негативной динамики цен на уран.

Долгосрочные перспективы атомной электроэнергетики. Сокращение объемов добычи урана основными производителями, Казатомпромом и Camesco, позволяет сократить профицит предложения на рынке в ожидании увеличения спроса со стороны атомной энергетики. Растущее количество новых запущенных реакторов и подтверждение растущих планов на постройку новых позволяет ожидать стабильного роста потребности в уране в долгосрочной перспективе.

Рекомендация «Покупать» с 12М ЦЦ \$16.5/GDR. Ввиду высокотехнологичного характера деятельности, стабильных финансовых показателей и устойчивого финансового положения, наши ожидания по акциям Казатомпром предполагают высокий потенциал роста. Низкие цены на нефть и прочие сырьевые товары не оказывают значительного влияния на компанию по причине отличия цикла урановых цен от циклов прочего сырья. Анализ методом DCF дает справедливую стоимость GDR в \$16.5 и мы рекомендуем к Покупке акции Казатомпрома, являющегося одной из ведущих компаний уранового сектора. Отмечая высокую концентрацию уранового рынка, мы оцениваем выгоду от роста цен на уран для Казатомпрома как первостепенную.

Обзор Компании

Казатомпром – крупнейший в мире производитель урана, напрямую контролируемый государством и рассматриваемый правительством как стратегический актив. Как государственная компания, Казатомпром является прямым выгодоприобретателем лидирующего положения Казахстана в отрасли добычи урана. Казахстан находится на втором месте по запасам урана в мире и с 2010 года занимает первое место по объемам производства урана. На долю Казатомпром приходится примерно половина добычи урана в Казахстане, производимого посредством совместных предприятий с крупнейшими мировыми компаниями Самесо, CGNPC, Orano и др.

Помимо основного вида продукции, уранового концентрата (U3O8), Казатомпром производит редкие металлы (бериллий, тантал и ниобий), является национальным оператором по импорту–экспорту ядерного топлива для атомных электрических станций, специального оборудования, технологий и материалов двойного назначения.

Казатомпром был основан как Национальная атомная компания в июле 1997г. указом Президента в виде закрытого акционерного общества со стопроцентным участием государства в уставном капитале. В последующие годы компания укрепила свои позиции, войдя в шестерку крупнейших производителей природного урана в мире в 2000г. и расширив географию экспорта (США и Европа) на такие рынки как Китай и Южная Корея. В рамках дальнейшего развития Казатомпром стал вторым в мире крупнейшим производителем бериллиевой продукции (29% от мирового производства) и четвертым в индустрии тантала в 2003г., а заняв первое место в мире по производству урана в 2009г., сохраняет лидирующую позицию и по сей день.

На сегодняшний день в состав Казатомпрома входят 13 уранодобывающих предприятий с 21 действующими рудниками в Туркестанской, Кызылординской и Северо-Казахстанской областях, преимущественно в Чу-Сарысуйском бассейне.

Подтвержденные запасы урана по последним данным составляют около 295тыс тонн, чего при текущем уровне добычи достаточно для осуществления добычи в течение более 20 лет. Потенциал значительного увеличения ресурсной базы благодаря геологоразведке позволяет не беспокоиться о продолжении деятельности компании и в более долгосрочной перспективе.

Держателем 85.08% акций Казатомпром является Фонд Национального Благосостояния «Самрук-Казына».

Производственные активы

Компания участвует в 13 добывающих активах и 5 активах в стадии геологоразведки и сохраняет за собой глобальное первенство с уровнем добычи в 2017г. более 12тыс тонн урана, что составляет 20% мирового производства. Казатомпром ведет добывающую деятельность совместно с компаниями Японии, Франции, Китая, России и Канады. Покупателями казахстанского урана являются Китай, США, Страны ЕС, Южная Корея, Япония, Индия, Бразилия.

Компания ведет добычу методом подземного скважинного выщелачивания (ISR – in-situ recovery), самым экономически выгодным и экологически безопасным методом добычи природного урана. Казатомпром является первой в мире компанией, запустившей в промышленное производство

рудник на основе метода подземного выщелачивания мощностью 1000 тонн урана в год.

Рис. 1. Уранодобывающие активы

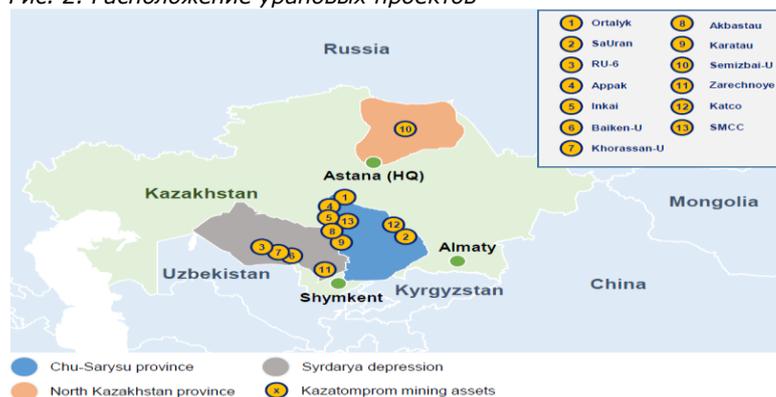
Компания	Доля участия	Регион	Рудник	Запасы руды			Срок экспл.
				Тонн (Mt)	Содержание (%U)	Запасы (tU)	
ТОО "ЮГХК"	30%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Акдала	3.06	0.057	1741	2025
			Инкай 4	30.19	0.038	11446	2036
ТОО «Семизбай-У»	51%	Сырдарьинская впадина Северный Казахстан	Ирколь	20.51	0.041	8502	2041
			Семизбай	10.12	0.056	5718	2040
ТОО "Аппак"	65%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Западный Мынкудук	35.61	0.035	12471	2036
СП ТОО "Инкай"	60%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Инкай 1, 2, 3	158.9	0.054	85980	2052
ТОО "Хорасан" *	50%	Сырдарьинская впадина	Северный Харасан 1	19.98	0.107	21311	2036
ТОО "Байкен-У" *	52.5%	Сырдарьинская впадина	Северный Харасан 2	10.49	0.112	11735	2032
СП ТОО "Заречное"	49.98%	Сырдарьинская впадина	Заречное	4.02	0.06	2414	2023
ТОО "Катко"	49%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Южный Моинкум	7.59	0.061	4622	2025
			Торткудук	20.63	0.12	24740	2033
ТОО "Каратау"	50%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Будёновское 2	29.64	0.081	24070	2033
Акбастау	50%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Будёновское 1, 3 и 4	24.79	0.089	21947	2039
			Уванас	0	0	0	2020
ТОО SaUran	100%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Восточный Мынкудук	22.56	0.03	6767	2026
			Канжуган	31.12	0.038	11966	2040
			Южный Моинкум	0.09	0.047	43	2020
			Центральный Моинкум	20.5	0.058	11874	2040
			Центральный Мынкудук	64.13	0.045	28819	2032
СП ТОО "Орталык"	100%	Чу-Сарысу́йский бассейн	Жалпак	0.4	0.045	181	2020
ТОО "RU-6"	100%	Сырдарьинская впадина	Сев. и Юж. Карамурун	20.92	0.076	15908	2034

*с учетом планируемого до конца 2018г. увеличения доли в Хорасан и Байкен-У

Источник: Данные компании

Основная часть уранодобывающих активов Компании находится на юге Казахстана:

Рис. 2. Расположение урановых проектов



Источник: Данные компании

Еще одним значимым активом Компании является Ульяновский металлургический завод (УМЗ) в г. Усть-Каменогорск Восточно-Казахстанской области (100% доля), запущенный в 1949г. С начала 1970-х годов УМЗ вошел в число крупнейших в мире производителей изделий из урана, бериллия и тантала. Сегодня УМЗ осуществляет производство ядерного топлива для атомной энергетики, а также выпуск редких металлов (бериллий, тантал и ниобий).

По результатам последних полутора лет (2017г. и 1П2018г.) без учета прекращенной деятельности, доля УМЗ в выручке и чистой прибыли Казатомпрома составила 12% и 1.5%, соответственно.

Помимо этого, Казатомпром предпринимает усилия по расширению операций по цепочке дореакторного ядерно-топливного цикла (ЯТЦ), включая обогащение, производство порошков UO₂/топливных таблеток и производство тепловыделяющих сборок. В сентябре 2013г. Казатомпром через казахстанско-российское совместное предприятие АО «ЦОУ» вошел в состав акционеров АО «Уральский электрохимический комбинат», крупнейшего предприятия по обогащению урана. Основная продукция — гексафторид урана для атомных электростанций, обогащенный изотопом U235 до 5%. АО «ЦОУ», ныне АО «УЭХК» является

владельцем 25% плюс 1 акции ОАО «Уральский электрохимический комбинат», получая доступ к услугам по обогащению урана.

Также Казатомпром совместно с Китайской Генеральной ядерно-энергетической корпорацией CGN реализует на базе АО «Ульбинский металлургический завод» проект строительства завода по производству тепловыделяющих сборок для использования на атомных станциях КНР в качестве ядерного топлива. Начало запуска производства ожидается в 2020г.

Однако на текущий момент данные направления (ЯТЦ) находятся в стадии развития и не приносят значительного дохода Компании и не имеют значимого влияния на нашу оценку.

Трансформация и продажа непрофильных активов. Исторически на балансе Казатомпрома находилось значительное количество непрофильных активов, связанных с развитием возобновляемых источников энергии, а также с планами возможного строительства атомной электростанции на территории Казахстана и прочими непрофильными направлениями.

В рамках мер, предпринимаемых компанией по трансформации при подготовке к IPO, запланирована их продажа до конца текущего года. Количество дочерних предприятий компании сократится к концу 2018г. до 37 по сравнению с 48 годом ранее и с 82 в 2014г.

Крупнейшие из выведенных из состава активы, АО «Казахстанские атомные электрические станции» и ТОО «МАЭК-Казатомпром», были переданы на баланс Самрук-Казына. На сегодняшний день между сторонами обсуждаются условия сервисного договора, согласно которому Казатомпром скорее всего сохранит участие в управлении данными активами.

Анализ уранодобывающей отрасли

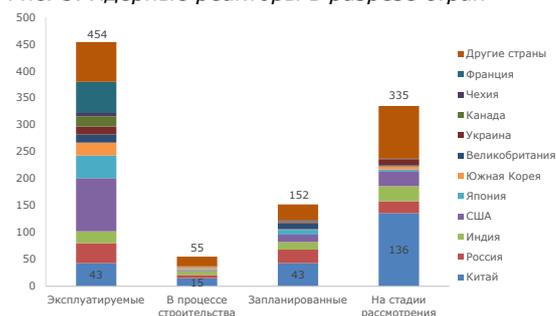
Мировой спрос на уран

На мировом рынке спрос на продукцию урановой промышленности обеспечивают атомные электростанции в качестве ядерного топлива для реакторов. Первые промышленные реакторы были установлены в 1954г. в СССР, в середине 1960г. в США и в начале 1970г. в Европе. В 70-80х годах программы по ядерной энергетике были на подъеме по всему миру, но позже рост замедлился после аварий на Three Mile Island в США (1979г.) и на Чернобыльской АЭС (1986г.).

До 2011г. спрос на уран поддерживался, в основном, за счет Японии. Для Японии, как для страны в значительной степени зависящей от импорта топлива, ядерная энергетика была приоритетом – страна располагала 54 действующими атомными реакторами, АЭС Японии вырабатывали около 30% электроэнергии страны. Однако после катастрофы на Фукусиме работа всех японских АЭС была постепенно приостановлена, а в 2013г. было принято официальное решение о закрытии всех 6 блоков Фукусима-1. Напомним, в марте 2011г. Япония стала жертвой разрушительного землетрясения и цунами, которое повлекло за собой крупнейшую в мире ядерную аварию со времен Чернобыля.

На сегодняшний день атомные электростанции использует 31 страна. С декабря прошлого года количество используемых реакторов по всему миру выросло на 4 единицы и на ноябрь

Рис. 3. Ядерные реакторы в разрезе стран



Источник: WNA

Рис. 4. Спрос на уран

	Спрос на уран, тыс тонн	Доля, %
США	18 996	29.2%
Другие страны	11 966	18.4%
Франция	9 502	14.6%
Китай	8 289	12.7%
Россия	5 380	8.3%
Южная Корея	4 730	7.3%
Великобритания	1 772	2.7%
Украина	1 944	3.0%
Канада	1 592	2.4%
Индия	843	1.3%
Итого	65014	100%

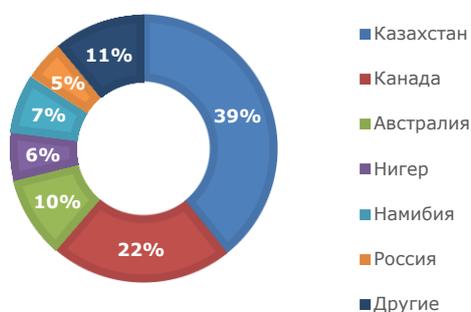
Источник: WNA

текущего года количество вырабатываемой энергии данными атомными электростанциями составляет около 400 ГВт, что незначительно выше, чем в декабре 2017г. (+2%). При этом запланированные к подключению в 2020г. реакторы на сегодняшний день составляют 148 единиц при генерирующей мощности около 151 ГВт энергии.

Лидером по выработке атомной электроэнергии на сегодня остается США (98 реакторов), Франция (58 реакторов) и Китай, который нарастил количество действующих реакторов с 37 в декабре прошлого года до 45 в настоящее время. Наибольшую потребность в уране испытывают, соответственно, те же страны: США (29%), Франция (15%) и Китай (13%). Примечательно, что 6 реакторов, введенных в эксплуатацию с декабря 2017г. находятся в Китае (Tianwan 3 – 30 декабря 2017), 2018: Haiyang 1, Sanmen 1, Sanmen 2, Taishan 1, Yangjiang 5), еще 2 реактора – в России (Ростов-4, Ленинград II-1). Кроме того, в апреле 2018г. Турция начала строительство своего первого ядерного реактора АЭС «Аккую», после формального начала строительства в декабре 2017 года.

Существует ряд причин долгосрочного роста атомной энергетики. Во-первых, согласно данным Международного энергетического агентства (МЭА), атомная энергия ежегодно предотвращает выброс более 1,5 млрд. тонн углекислого газа в атмосферу. С ростом мирового потребления электроэнергии, выбросы парниковых газов увеличатся на 50% к 2030г., по ожиданиям МЭА. Во-вторых, атомная энергия имеет низкую себестоимость производства и затраты стабильны и прогнозируемы. По прогнозам МЭА в 2015г., к 2030г. мощность ядерной энергетики при низком сценарии возрастет примерно на 2% и при высоком сценарии – на 70%.

Рис. 5. Производство урана по странам



Источник: WNA

Анализ предложения

По оценкам МАГАТЭ, на первом месте по запасам урана находится Австралия (29%), далее на ней следует Казахстан (13%), Канада и Российская Федерация (по 9%), замыкает пятерку лидеров ЮАР с 6%. В совокупности эти 5 стран владеют 66% мировых запасов урана. При этом, несмотря на то, что Австралия обладает самыми крупными запасами урана в мире, по производству урана, она находится лишь на 3 месте, уступая Казахстану и Канаде.

В страновом разрезе пальму первенства по производству урана продолжает удерживать Казахстан, на долю которого приходится 39,3% всего мирового производства. Основными производителями на урановом рынке также являются Канада (22%), Австралия (9,9%), Намибия (7,1%), Нигер (5,8%) и Россия (4,9%). При этом у всех основных игроков наблюдается снижение производства урана в 2017г. по сравнению с 2016г., за исключением Намибии, где наблюдается рост производства на 15,6%.

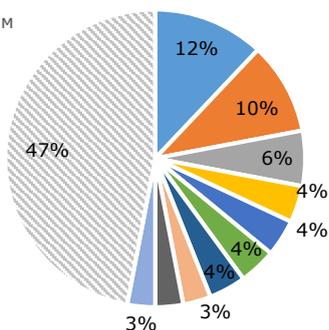
В 2017г. производство урана 10 крупнейшими компаниями составило 86% мировой добычи урана. Лидирующие позиции занимают Казатомпром (21%) и Самесо (15%).

В 2017г. 10 самых крупных урановых рудников в мире обеспечили 53% мировой добычи урана. Самыми крупными являются месторождения Cigar Lake и McArthur River, расположенные в Канаде, и принадлежащие компании Самесо (50% и 69.8% соответственно). Эти месторождения представляют 22% общей добычи урана в мире.

Также необходимо отметить, что Австралия, занимающая первое место в мире по запасам урана и третье – по

Рис. 6. Крупнейшие урановые рудники в мире

- Cigar Lake
- McArthur River
- Торткудук и Мойынкум
- Olympic Dam
- Буденовское-2
- Инкай
- SOMAIR
- Южный Инкай
- Ranger
- Буденовское-1, 3, 4
- ◌ Другие



Источник: WNA

производству, не использует атомную энергию для внутреннего потребления, а весь добытый уран экспортируется. Отметим, что австралийский рудник Olympic Dam входит в топ-10 крупнейших урановых рудников мира, представляя 4% мировой добычи урана, уступая рудникам Cigar Lake и McArthur River в Канаде и урановому месторождению Торткудук и Мойынкум в Казахстане.

Цена на уран

В ответ на начало рыночных торгов фьючерсами на уран в 2007г. его цена взлетела до рекордных значений. Начиная с июня 2007г. цена на фьючерс начала снижение с отметки в \$152/фунт, достигнув \$88/фунт к концу 2007г., \$53/фунт в конце 2008г. и \$44.5/фунт в декабре 2009г. Во 2П2010г. наблюдалось постепенное увеличение цены до \$62.1/фунт. Однако уровень в \$72.5/фунт, достигнутый в январе 2011г. сошел на нет после катастрофы на Фукусиме после которой цены на уран начали снижение, опустившись до \$34.4/фунт в декабре 2015г. и до \$20.4/фунт в декабре 2016г. С начала 2017г. усилия крупнейших производителей, Казатомпрома и Самесо, направленные на сокращение объемов производства и на сокращение избытка предложения урана на рынке способствовали укреплению цены до \$26/фунт.

Так, с момента открытия торгов урана на бирже в мае 2007г. стоимость урана потеряла в цене 81% с \$140/lb до \$29/lb на текущий момент. Средняя цена за весь период составляет \$44/lb, с экстремумами в \$152/lb в июне 2007г. и \$17.8/lb в мае 2016г., что говорит о неограниченном потенциале роста в случае возобновления спроса.

Согласно прогнозам Bloomberg, ожидается рост рыночных цен на уран до \$40/фунт в перспективе ближайших двух лет, в то время как отраслевое аналитическое агентство Ux Consulting Company (UxC) ожидает более плавного увеличения:

Цена на уран	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Bloomberg, \$/lb	63.0	57.0	55.0	54.0	-	-
Ux Consulting, \$/lb	24.3	27.8	28.8	29.2	29.0	29.1

Себестоимость производства.

В категории с себестоимостью добычи ниже \$80/kgU лидирует Казахстан с 31% запасов, за ним следует Канада с 15% запасов в данной категории, Южная Африка (10,80%) и Бразилия (10,79%). В самой низко затратной стоимостной категории только 7 стран докладывают о наличии запасов урана с себестоимостью добычи ниже \$40/kgU. В данной категории первое место занимает Канада (39%), за ней следует Бразилия (21%), далее располагаются Китай и Казахстан, обладая приблизительно одинаковыми запасами урана – по 15% от общего количества в категории с себестоимостью добычи ниже \$40/kgU.

Финансовые результаты

Результаты 2017г.

В 2017г. выручка Компании снизилась на 14.7% по сравнению с прошлым годом в основном за счет падения доходов от продажи урановой продукции (-22.5%, 61.7% от выручки).

В отчетном периоде объемы продаж урана увеличились на 2.0% г/г при снижении цены реализации на 19% г/г.

Себестоимость сократилась на 7.1% в основном за счет снижения себестоимости сырья и материалов на 10.7%. В совокупности это привело к снижению валовой прибыли на

Рис. 7. Финансовые результаты 2017г.

млн тенге	2017	2016	г/г
Выручка	336 517	394 315	-15%
Расходы по реализации	-263 864	-283 882	-7%
Валовая прибыль	72 653	110 433	-34%
Расходы по реализации	-4 858	-6 314	-23%
Общие и адм. расходы	-32 274	-30 877	5%
Восст-е обесценения активов	543	184	195%
Убытки от обесц-я активов	-27 958	-22 007	27%
Выбытие дочер.предприятия	-	290	-
Чистый убыток по курс. разнице	-768	3 614	-
Прочие доходы	115 111	775	-
Прочие расходы	-6 768	-6 160	10%
Финансовые доходы	5 888	15 825	-63%
Финансовые расходы	-9 067	-11 017	-18%
Доля в рез-х ассоц. предприятий	22 007	38 058	-42%
Доля в рез-х СП	22 107	36 739	-40%
Прибыль до налогообложения	156 616	129 543	21%
Расходы по КПН	-17 462	-17 988	-3%
ПРИБЫЛЬ ЗА ГОД	139 154	111 555	25%

Источник: данные компании

34.2% г/г.

В отчетном периоде расходы на оплату труда персонала выросли на 3.7%, расходы по реализации снизились на 23.1%, общие и административные расходы увеличились на 4.5%.

Прочие доходы увеличились на Т114 336млн, за счет доходов от реализации пут опциона и доходов от передачи права недропользования в уставный капитал. Прочие расходы увеличились на 9.9%, в основном за счет увеличения расходов по невозмещаемому НДС и расходов от списания актива в связи с неподтверждением запасов. Также в 2017г. у компании были расходы по организации и проведению ЭКСПО в размере Т131млн.

Чистый убыток по курсовой разнице составил Т768млн по сравнению с чистой прибылью по курсовой разнице в размере Т3 614млн в 2016г.

Убытки от обесценения активов в 2017г. выросли на 27.0% по сравнению с предыдущим годом и составили Т27 958 млн.

Финансовые доходы в 2017г. снизились на 62.8% не только за счет снижения процентных доходов, но и за счет отсутствия дивидендного дохода. Финансовые расходы снизились на 17.7% за счет снижения процентных расходов по кредитам и займам, расходов от переоценки финансовых активов, уменьшения убытка от продажи иностранной валюты.

Прибыль за год увеличилась на 24.7% и составила Т139 154 млн в 2017г. по сравнению с Т111 555млн по итогам 2016г. Скорректированная прибыль за отчетный период (без учета прочих доходов) составляет Т36 898 млн, что ниже прибыли за соответствующий период предыдущего года на 67%.

Результаты за 1П2018г.

Рис. 8. Финансовые результаты 1П2017-2018гг.

млн тенге	1П2018	1П2017	г/г
Выручка	145 029	153 188	-5%
Себестоимость	-106 539	-120 924	-12%
Валовая прибыль	38 490	32 264	19%
Расходы по реализации	-3 361	-2 402	40%
Общие и адм. расходы	-12 573	-11 558	9%
Чистый итог от объединения активов	96 858	-	-
Убытки от обесц-я активов	-3 486	-4 020	-13%
Чистый убыток по курсовой разнице	1 296	-1 142	-
Прочие доходы	110	6 209	-98%
Прочие расходы	-1 187	-1 564	-24%
Финансовые доходы	2 638	2 429	9%
Финансовые расходы	-5 088	-4 387	16%
Доля в рез-х ассоц. предприятий	6 948	11 644	-40%
Доля в рез-х СП	-1 905	13 637	-114%
Прибыль до налогообложения	118 740	41 110	189%
Расходы по КПН	-4 823	-13 032	-63%
Прибыль от продолж. деят-ти	113 917	28 078	306%
Прибыль от прекращ. деят-ти	1 103	2 087	89%
ПРИБЫЛЬ ЗА ПЕРИОД	115 020	30 165	281%

Источник: данные компании

В 1П2018г. выручка снизилась на 5.3% г/г, но на фоне еще большего снижения себестоимости реализации (-11.9%), валовая прибыль выросла на 19.3%.

Прочие доходы снизились на Т6 099млн (-98,2%), а прочие расходы на Т377млн (24.1%).

Чистая прибыль по курсовой разнице в 1П2018г. составила Т1296млн по сравнению с чистым убытком в размере Т1142млн годом ранее.

Финансовые доходы выросли на 8.6%, а расходы на 16.0% в результате чего чистый финансовый доход снизился на 25%, оставаясь, при этом, отрицательным.

В итоге, на фоне появления в 1П2018г. чистого итога от объединения активов в размере Т96 858 млн, прибыль за отчетный период от продолжающейся деятельности выросла значительно (+305.7%) и составила Т113 917млн по сравнению с Т28 078 млн по итогам 1П2017г. Без учета доходов от объединения активов, скорректированная прибыль от продолжающейся деятельности за отчетный период составляет Т21 095млн, что ниже аналогичной прибыли за соответствующий период предыдущего года на 24.9%.

Финансовое моделирование и прогнозы

Объемы производства и продажи урана

В 2017г. Казатомпром намеренно сократил объемы добычи до 12тыс тонн с целью поддержания мировых рыночных цен

на уран.

В рамках подготовки к IPO Казатомпром привлек независимых технических консультантов – компанию SRK Consulting из Великобритании, подготовившую подробный технический отчет по запасам и операционным планам Казатомпрома. Мы базируем наши прогнозы объемов производства на данных технического отчета, согласно которым компания планирует увеличить ежегодное производство урана до 16 тыс.тонн в 2021 г. По нашему мнению, это не должно вызвать значительных затруднений исходя из анализа текущего состояния, объемов капиталовложений и планов развития месторождений компании.

В 2018 г. планы компании по объемам реализации урана составляют 16тыс тонн, с последующим снижением до 14тыс тонн в 2019г. Мы закладываем планируемые Компанией уровни реализации как базовые. В дальнейшем, мы исходим из ожиданий соответствия объемов производства объемам продаж (Рис. 9).

Доходы и себестоимость

Помимо объемов продаж урана, прогноз доходов компании в тенговом выражении зависит от прогноза рыночных цен на уран и ожиданий по обменному курсу USDKZT:

	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Bloomberg, USD/фунт	22.5	30.0	40.0	40.0	40.0	40.0
UX Consulting, USD/фунт	23.6	27.8	28.8	29.2	29.0	29.1
Halyk Finance, USD/фунт	23.6	27.7	30.4	30.7	30.6	30.7
Курс USDKZT	341.2	370.0	370.0	370.0	370.0	370.0

При прогнозировании цен на уран мы исходим из консенсус-прогноза, приводимого агентством Bloomberg, а также учитываем прогноз UX Consulting.

В структуре продаж Казатомпрома в последние три года уран занимал около 70%. После продажи доли в МАЭК и по мере увеличения объемов производства и роста цен реализации мы ожидаем увеличения этой доли до 86% к 2023г.

В 2015-2018 гг. расходы компании находились в пределах 72-78% от выручки. После продажи МАЭК мы ожидаем снижения расходов как в абсолютном выражении г/г с 2018г., так и относительно выручки в среднем до 60% (Рис.10).

Капитальные затраты

Исходя из планов по увеличению объемов добычи к 2021г., прогноз капитальных затрат Казатомпрома предполагает увеличение на 50% в 2019г. и на 27% к 2023г. относительно уровня 2017г. (Т42.5млрд). Основная доля капитальных затрат (68%) приходится на разведку скважин, на которую компания планирует практически удвоить затраты, начиная с 2019г.

Рис. 11. Прогноз Сарех

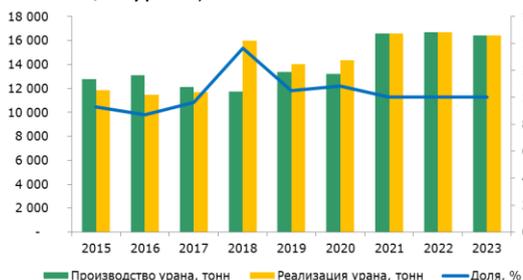
Сарех, млрд тенге	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Разведка скважин	29.1	29.3	41.7	45.6	46.5	45.0	42.8
Расширение	0.0	0.8	13.7	11.8	8.8	9.3	0.0
Поддержание	11.4	11.9	8.1	7.1	8.5	7.7	8.4
Ликвидация скважин	2.1	1.1	1.4	3.9	1.6	1.6	3.0
Итого	42.6	43.1	64.9	68.5	65.4	63.6	54.2

Источник: данные компании, прогнозы Halyk Finance

Структура долга

На конец 1П2018г. в структуре обязательств компании долгосрочные займы и обязательства по финансовой аренде

Рис. 9. Прогноз объемов производства и реализации урана, тонн



Источник: данные компании, прогнозы Halyk Finance

Рис. 10. Прогноз выручки, себестоимости и цен на уран



Источник: данные компании, прогнозы Halyk Finance

составляют Т787млн и текущие займы и обязательства по финансовой аренде – Т90.3млрд.

Долгосрочные кредиты и займы сократились с Т119.8млрд в 2015г. до Т369млн на конец 1П2018г.

Net debt компании на конец 1П2018г. составляет (-Т17млрд). По нашим расчетам (без учета займов по финансовой аренде и срочных вкладов), Net debt составляет около (-Т10млрд). С учетом значительных сумм к погашению по кредитам в течение 2П2018г. наши прогнозы по Net debt на 2019г. составляют около (-Т177млрд).

Дивиденды

За последние три года КАП были объявлены дивиденды в размере Т12.0млрд в 2015г., Т65.8млн в 2016г. и Т135.0млрд в 2017г. В 2018г. в октябре КАП объявил о выплате дивидендов в размере Т26.6млрд, полученных из прибыли от продажи активов.

В связи с выходом на IPO КАП утвердил новую дивидендную политику, которая вступает в силу с 2019г. и согласно которой размер дивидендов определяется в процентах от свободного денежного потока (FCF) в зависимости от соотношения чистого долга к скорректированному EBITDA (Net Debt/ск. EBITDA). FCF Компании определяется как движение денежных средств от операционной деятельности (CFO) за вычетом приобретения основных средств, нематериальных активов и добывающих активов и активов по разведке и оценке плюс дивиденды от ассоциированных компаний и совместных предприятий. Чистый долг рассчитывается как общий долг за вычетом денежных средств и их эквивалентов, и краткосрочных депозитов.

Процент свободного денежного потока зависит от соотношения Net Debt/ск. EBITDA на конец года.

Так, если показатель Net Debt/ск. EBITDA:

- меньше или равно 1, то сумма объявленных дивидендов должна составлять не менее 75% от FCF;
- более 1, но менее 1.5, то заявленная сумма должна составлять не менее 50% FCF;
- равно или более 1.5, то размер дивиденда определяется исходя из предложений, выдвинутых на ГОСА.

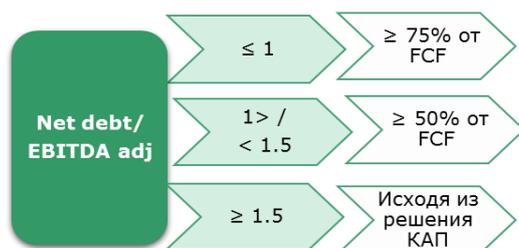
В отношении отчетных периодов за 2018 и 2019гг. Компания планирует заложить в бюджете дивидендные выплаты на сумму в тенге, эквивалентную не менее \$200млн на момент утверждения. В таком случае, при выплате Компанией суммы, эквивалентной \$200млн, мы ожидаем по итогам 2018г. дивиденд в размере Т263/акцию (курс на конец 2018П – Т341.2/\$).

При этом, компания оставляет за собой право рассмотреть к выплате дивидендов другую сумму, в зависимости от величины FCF.

Согласно нашим расчетам, отношение Net debt к скорректированному EBITDA в 2018г. составит (-0.76x) и будет оставаться в отрицательном значении до 2023г. Исходя из расчета выплаты как минимум 75% от FCF, по итогам 2018г. мы ожидаем, что компания направит на дивиденды около Т79.8млрд, что соответствует Т352/акцию.

Исходя из даты прошлых выплат, предполагаемая дата объявления/утверждения дивидендов приходится на июнь месяц.

Рис. 12. Распределение FCF по дивидендной политике КАП



Источник: данные компании

Рис. 13. Прогноз по дивидендным выплатам

Дивиденды	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Плановый дивиденд, \$млн	200	200				
Курс USDKZT	341.2	370.0				
Минимальный дивиденд, ₸млн	68 232	74 000				
Минимальный дивиденд, ₸/акцию	263.1	285.3				
В случае выплаты 75% от FCF:						
Net debt/EBITDA adj (x)	-1.53	-2.62	-3.57	-4.98	-6.05	-7.29
Дивиденды, ₸ млн	91 214	130 627	105 451	99 440	97 684	100 105
Дивиденд, ₸/акцию	351.7	503.7	406.6	383.4	376.6	386.0

Источник: данные компании, расчеты Halysk Finance

Анализ справедливой стоимости

Для определения справедливой стоимости компании был использован метод дисконтирования денежных потоков (DCF), в рамках которого мы рассматриваем прогнозный пятилетний период до 2023 гг. с последующим расчетом терминальной стоимости.

Мы рассчитываем средневзвешенную стоимость капитала (WACC) на уровне 10.5%. Данный расчет основан на стоимости акционерного капитала 13.1%, полученной из безрисковой ставки в 8.65% (ставка по долгосрочным государственным облигациям Казахстана), рыночной премии 4.4%, показателя Beta 1.0. Средневзвешенная стоимость долгового финансирования по текущим обязательствам составляет 6.3%.

Мы закладываем терминальные темпы роста в 2.7%, что соответствует прогнозам по ежегодному увеличению свободных денежных потоков Компании в долгосрочной перспективе.

Рис. 14. Расчет справедливой стоимости методом DCF

₸ млн	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Выручка	434 968	451 527	501 546	575 949	578 159	572 467
Себестоимость	-177 606	-188 088	-236 466	-335 553	-341 926	-343 667
Расходы по реализации	-5 969	-6 196	-6 883	-7 904	-7 934	-7 856
Общие и административные расходы	-34 947	-36 694	-38 529	-40 455	-42 478	-44 602
EBIT	216 446	220 548	219 668	192 038	185 821	176 343
" +Амортизация"	15 177	18 648	24 390	29 873	34 290	37 933
EBITDA атриб.	231 622	239 196	244 058	221 911	220 112	214 276
" -Налог на прибыль"	-44 885	-46 057	-45 730	-39 841	-38 616	-36 755
" -Капитальные инвестиции"	-43 118	-64 874	-68 532	-65 431	-63 617	-54 220
" -Изменения в оборотном капитале"	-31 758	34 341	13	7 203	3 575	1 283
Свободные денежные потоки	111 862	162 606	129 809	123 842	121 453	124 585
WACC	11%					
Дисконтированные денежные потоки	111 647	146 806	105 984	91 464	81 140	75 289

₸ млн	
Потоки в стадии роста	612 329
Терминальная стоимость	1 603 263
Приведенная терминальная стоимость	968 887
Стоимость компании	1 581 216
Чистый долг (cash) - 2018П	-9 964
Акционерная стоимость компании	1 591 180
Кол-во акций в обращении (млн)	259
Справедливая стоимость, ₸/акцию	6 135
Текущая цена, ₸/акцию	5 300
Потенциал роста	16%
Рекомендация	Покупать

Источник: расчеты Halysk Finance

Наша 12М целевая цена, полученная методом DCF, предполагает потенциал роста в 16%. Отмечая высокую концентрацию уранового рынка, подразумевающую наибольшую для Казатомпрома выгоду от роста цен на уран, мы рекомендуем **Покупать** акции компании с 12М ЦЦ в \$16.5/GDR.

Потенциальные риски

Основные риски Казатомпрома с производственной стороны мы видим в динамике рыночных цен на уран, которая может оказаться ниже ожиданий. Полностью строя свое ценообразование на основе рыночных цен, в отличие от долгосрочных контрактов, Казатомпром более других участников отрасли может быть подвержен риску снижения капитализации в ответ на падение цен на уран. Решение о сокращении объема добычи урана в 2017г. на три года с целью повышения цен на уран может не отразиться на котировках урана полным образом в связи с чем имеет место риск дальнейшего снижения объема добычи урана Компанией.

Следующий риск мы видим со стороны корпоративного управления. Казахстан в лице Самрук-Казына сохранит контролируемую долю в Казатомпроме, планируя предложить миноритарным инвесторам не более 25%. Существует риск того, что правительство Республики Казахстан может ставить свои интересы выше интересов миноритарных акционеров, наделяя компанию несвойственными ей функциями, требующими значительных необоснованных затрат, руководящих усилий, либо принимая решения без учета интересов миноритариев. По нашему мнению, пример с КАЭС и МАЭК, которые были переданы в холдинг Самрук-Казына, и который планирует заключить сервисные договоры с Казатомпромом, подразумевающие участие в их управлении, вызывает обоснованные опасения по поводу того, что компания может продолжить нести бремя управления непрофильными активами в интересах государства.

Существенным риском для Казатомпром мы отмечаем также политику обменного курса, которая может оказать неблагоприятное влияние на финансовое и экономическое состояние Компании. Учитывая, что доходы Компании поступают в долл. США, тогда как расходы выражены преимущественно в тенге, укрепление курса тенге по отношению к долл. США может неблагоприятно отразиться на финансовых результатах Казатомпром. Однако, мы оцениваем маловероятным сценарий дальнейшего укрепления тенге по отношению к долл. США исходя из зависимости обменного курса от специфики внешнеторговых отношений Казахстана с крупными импортерами.

Риск низкого спроса на ядерную энергию. Ядерная энергия конкурирует с другими источниками энергии и подвержена риску негативного общественного мнения. Другие источники энергии включая нефть, природный газ, уголь, гидроэнергетику, солнечную и ветровую энергию, в некоторой степени, взаимозаменяемы с ядерной энергией, особенно в долгосрочной перспективе, и устойчивые низкие цены на такие источники энергии могут привести к снижению спроса на ядерную энергию. Кроме того, рост атомной энергетики будет зависеть от постоянного и повышенного принятия ядерных технологий в качестве источника производства электроэнергии.

В связи с уникальностью ядерной энергетики с политической, технологической и природоохранной точки зрения, данный сектор подвержен риску негативного восприятия обществом, что может оказать неблагоприятное воздействие на спрос на атомную энергию и привести к более жесткому регулированию ядерной энергетики. Любая авария на ядерном реакторе в любой точке мира может повлиять на восприятие ядерной энергетики и перспективы производства ядерной энергии, что может оказать существенное неблагоприятное воздействие на

деятельность, перспективы, финансовое состояние, движение денежных средств или результаты деятельности Компании.

Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности
Отчет о финансовом положении

млн.тенге	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
АКТИВЫ						
Долгосрочные активы						
Нематериальные активы	8 009	8 009	8 009	8 009	8 009	8 009
Основные средства	124 550	196 342	240 484	276 042	305 369	321 655
Прочие долгосрочные активы	280 835	280 835	280 835	280 835	280 835	280 835
	413 394	485 186	529 328	564 886	594 213	610 499
Краткосрочные активы						
Денежные средства и их эквиваленты	405 025	652 123	893 604	1 122 471	1 347 239	1 578 342
Запасы	114 208	79 570	84 013	91 850	89 785	90 242
Дебиторская задолженность	90 599	77 936	86 570	99 413	99 794	98 811
Прочие краткосрочные активы	54 797	55 431	57 346	60 194	60 278	60 061
	664 629	865 060	1 121 532	1 373 927	1 597 097	1 827 456
Долгосрочные активы, предназначенные для продажи	2 774	2 774	2 774	2 774	2 774	2 774
ИТОГО АКТИВЫ	1 080 797	1 353 020	1 653 635	1 941 587	2 194 083	2 440 729
КАПИТАЛ						
Акционерный капитал	37 051	37 051	37 051	37 051	37 051	37 051
Дополнительно оплаченный капитал	4 785	4 785	4 785	4 785	4 785	4 785
Резерв курсовых разниц при пересчете из других валют	-2 229	-2 229	-2 229	-2 229	-2 229	-2 229
Нераспределенная прибыль	859 529	1 176 212	1 466 393	1 726 775	1 980 454	2 229 036
Капитал, относимый на собственников Компании	899 136	1 215 819	1 506 000	1 766 382	2 020 061	2 268 643
Неконтролирующая доля владения	14 571	14 571	14 571	14 571	14 571	14 571
ИТОГО КАПИТАЛ	913 707	1 230 390	1 520 571	1 780 953	2 034 632	2 283 214
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА						
Долгосрочные обязательства						
Кредиты и займы	4 571	4 571	3 160	3 160	2 476	-
Кредиторская задолженность	582	582	582	582	582	582
Прочие долгосрочные обязательства	36 383	36 383	36 383	36 383	36 383	36 383
	41 536	41 536	40 125	40 125	39 441	36 965
Краткосрочные обязательства						
Кредиты и займы	43 405	11 271	8 111	4 951	2 476	2 476
Кредиторская задолженность	62 283	49 463	62 185	88 242	89 918	90 376
Прочие краткосрочные обязательства	19 867	20 361	22 643	27 316	27 616	27 699
	125 554	81 095	92 939	120 509	120 010	120 550
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	167 090	122 631	133 064	160 634	159 451	157 515
ИТОГО КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	1 080 797	1 353 020	1 653 635	1 941 587	2 194 083	2 440 729

Отчет о прибылях и убытках

млн.тенге	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Выручка	434 968	451 527	501 546	575 949	578 159	572 467
Себестоимость реализации	-177 606	-188 088	-236 466	-335 553	-341 926	-343 667
Валовая прибыль	257 361	263 438	265 079	240 396	236 233	228 800
Расходы по реализации	-5 969	-6 196	-6 883	-7 904	-7 934	-7 856
Общие и административные расходы	-34 947	-36 694	-38 529	-40 455	-42 478	-44 602
Прочие доходы	1 193	1 239	1 376	1 580	1 586	1 570
Прочие расходы	-4 393	-4 652	-5 849	-8 300	-8 457	-8 500
Финансовые доходы	5 888	5 888	5 888	5 888	5 888	5 888
Финансовые расходы	-3 018	-996	-709	-510	-311	-156
Доля в результатах ассоциированных предприятий	13 896	13 896	13 896	13 896	13 896	13 896
Доля в результатах совместных предприятий	-3 810	-3 810	-3 810	-3 810	-3 810	-3 810
Прибыль до налогообложения	226 202	232 112	230 460	200 782	194 613	185 231
Расходы по подходу к налогу	-44 885	-46 057	-45 730	-39 841	-38 616	-36 755
ПРИБЫЛЬ ЗА ГОД	181 318	186 055	184 731	160 941	155 996	148 476

Отчет о движении денежных средств

млн.тенге	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Денежные потоки от						
операционной деятельности	164 736	239 044	209 133	198 017	193 861	187 693
инвестиционной деятельности	-17 552	-90 440	-68 532	-65 431	-63 617	-54 220
финансовой деятельности	17 905	98 494	100 880	96 280	94 524	97 629
Чистое изменение денежных средств	165 089	247 097	241 481	228 867	224 769	231 102
Денежные средства и эквиваленты на начало года	239 936	405 025	652 123	893 604	1 122 471	1 347 239
Денежные средства и эквиваленты на конец года	405 025	652 123	893 604	1 122 471	1 347 239	1 578 342

Источник: Данные Компании, прогнозы Halyk Finance

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».

© 2018 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
d.sheikin@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
a.assilbekova@halykfinance.kz
v.turkin@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Шынар Жаканова	Институциональные инвесторы
Азиза Ордабаева	Розничные инвесторы
Дарья Манеева	Розничные инвесторы
Айнур Калитова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
a.ordabayeva@halykfinance.kz
d.maneeva@halykfinance.kz
a.kalitova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance