

### Начало аналитического покрытия

5 декабря, 2016

Алтынай Ибраимова

a.ibraimova@halykfinance.kz

Тикер	ССО CN
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, CDN/акцию (02.12.2016)	12.51
Целевая цена (12 мес.), CAD/акцию	15.95
<b>Ожидаемый потенциал роста/снижения</b>	<b>28%</b>

Тикер	ССJ US
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, USD/акцию (02.12.2016)	9.42
Целевая цена (12 мес.), USD/акцию	11.96
<b>Ожидаемый потенциал роста/снижения</b>	<b>27%</b>
Кол-во простых акций (млн)	396
Средний ежедневный объем торгов за 3М (млн. USD)	2.93
Доля акций в свобод.обращ. (%)	99.8%
Рыночн. кап-ция (\$ млн)	3 665

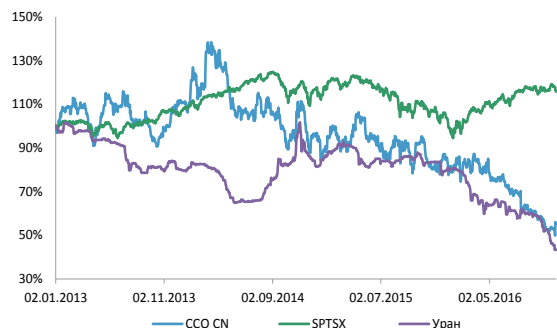
Финансовые показатели (млн \$)	2015Ф	2016П	2017П
Выручка	2 754	2 059	1 797
ЕБИТДА	233	341	374
Чистая прибыль	63	65	88
EPS	0.16	0.16	0.22
Собственный капитал	5 545	5 511	5 557
Чистый долг	1 034	1 167	1 366

Оценка	2015Ф	2016П	2017П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	4.4	3.4	3.7
Долг/Капитал	0.5	0.5	0.5
EV/Sales (x)	1.7	2.3	2.8
EV/ЕБИТДА (x)	20.1	14.2	13.5
P/E (x)	58.8	57.2	42.6
RoE	1.1%	1.2%	1.6%

Динамика изменения цены акций	Абсол.	Относит. SPTSX
1М	17.0%	1.4%
3М	-0.8%	3.0%
6М	-21.3%	6.9%
Максимум за 52 недели	13.6	
Минимум за 52 недели	7.41	

Источники: Bloomberg, прогнозы Халык Финанс

Рис. 2. Динамика цен на уран, доходность акций ССJ, индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

Мы начинаем покрытие Cameco с 12М ЦЦ CAD15.95/акцию и рекомендацией «Покупать». С ноября прошлого года число эксплуатируемых в мире атомных реакторов увеличилось на 10, запланированных – на 2 и реакторов на стадии рассмотрения – на 21, что говорит о восходящей тенденции спроса на атомную электроэнергию и позволяет ожидать возобновления растущего спроса на уран. Как следствие, мы ожидаем отскока цены на уран, являющейся основным катализатором роста стоимости акций Cameco. Готовность Компании отвечать потребностям рынка за счет доли в крупнейших месторождениях делает ее одним из ключевых игроков урановой отрасли и привлекательным активом для инвестирования.

**Ведущий поставщик урана и услуг в области обработки ядерного топлива.** Канадская компания обеспечивает 18% мирового производства, осуществляя разведку на месторождениях Канады, США и Казахстана. В Казахстане Самесо разрабатывает месторождение «Инкай» совместно с Казатомпромом. Выручка Самесо складывается из доходов от производства урана (73%), обработки урана и предоставления топливных услуг (14%) и от реализации урана на спотовом рынке (13%).

**Cigar Lake – проект роста.** Самесо имеет доли в самых крупных месторождениях в Канаде, США и Казахстане с наибольшим содержанием урана в руде, самый перспективный из которых Cigar Lake. Внушительное содержание урана в руде с заявленной полной мощностью около 8.16 млн. тонн позволяет Самесо нарастить объемы производства: за 9М2016 г. на Cigar lake было произведено на 88% выше продукции (г/г), что позволило увеличить общий объем производства на 6%. Компания намерена наращивать производство на Cigar Lake до достижения полной производственной мощности (9 млн. тонн урана в год, на 13% выше уровня 2015г.)

**Рынок урана.** По нашему мнению, цена на уран достигла дна и в перспективе намечается разворот, который будет обусловлен повышением спроса на уран со стороны Китая, Индии и России. 25% от ожидаемого увеличения спроса приходится на Китай, который ведет агрессивную стратегию в атомной отрасли. Сегодня спрос на уран составляет 63 404 тонн в год. Данная величина складывается из потребностей 448 коммерческих ядерных реакторов с общей мощностью в 2 441 млрд. кВт, которые покрывают 11,5% от мировых потребностей в энергетике. Сейчас в мире строится 58 реакторов, 345 реакторов находятся на стадии разработки и 167 реакторов на стадии планирования. Поддержку урановым компаниям дает «контрактный» тип рынка. Поставки урана осуществляются преимущественно по долгосрочным контрактам. Контракты Самесо со сроком на 10 и более лет смогли удержать компанию «на плаву» и сейчас выступают в качестве так называемого «хеджирования», обеспечивая постоянный спрос на уран – соотношение фиксированных контрактов к рыночным составляет 40:60.

**12М ЦЦ CAD15.95/акцию, рекомендация «Покупать».** Основываясь на анализе спроса, свидетельствующем о необходимости наращивания уранового производства в ближайшем будущем, а также на анализе предложения, где рынок урана представлен небольшим количеством компаний, в числе которых Самесо занимает лидирующие позиции, мы рекомендуем «Покупать» акции Самесо с ожидаемым потенциалом роста в 28%.



## О Компании

Самесо – канадская горнорудная компания, один из крупнейших производителей урана и ведущий поставщик услуг в области обработки ядерного топлива. Компания обеспечивает 18% мирового производства, осуществляя разведку на месторождениях Канады, США и Казахстана. Самесо, совместно с Казатомпромом является учредителем СП «Инкай», которое осуществляет добычу в Южно-Казахстанской области.

Деятельность Самесо подразделяется на 3 основных сегмента: уран, топливные услуги и Nuket. Сегмент урана включает в себя разведку, добычу и обработку урана, покупку и продажу уранового концентрата. Сегмент топливных услуг включает в себя обогащение, преобразование и изготовление уранового концентрата и конверсионные услуги. Сегмент Nuket выступает в качестве рыночного посредника между производителями урана и ядерно-энергетическими компаниями. Доля акций в свободном обращении составляет 99.8%, держателями более 1% которых являются Beutel Goodman Canadian (1.65%) и JF Canadian Equitккy Fund (1.14%).

## Месторождения

На территории Казахстана компания владеет лицензией на разработку и добычу месторождения Инкай.

**Инкай** — крупное урановое месторождение Казахстана, расположено в Сузакском районе Южно-Казахстанской области. СП «Инкай», осуществляющее функцию оператора, было создано в марте 1996г., учредителями совместно с Самесо является НАК «Казатомпром». В мае текущего года Самесо и Казатомпром продлили срок действия контракта на недропользование до 2045г. и увеличили долю участия Казатомпрома в СП «Инкай» с 40% до 60%. СП «Инкай» осуществляет добычу урана методом подземного скважинного выщелачивания.

	<b>Инкай</b>	<b>Месторасположение</b>	Южный Казахстан
		<b>Доля владения</b>	60%
		<b>Метод добычи</b>	ISR
		<b>Конечный продукт</b>	Урановый концентрат
		<b>Оценочные резервы</b>	43.1 млн.фунт (2P), ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 0.07%
		<b>Оценочные ресурсы</b>	30.3 млн. фунт, ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 0.08%
		<b>Лицензированная мощность</b>	144.3 млн. фунт (подразумеваемые) ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 0.05%
		<b>Срок лицензии</b>	5,2 млн. фунтов в год (доля Самесо 3,0 млн. фунтов) Блок 1: 2024, Блок 2: 2030
		<b>Общий объем производства: 2009 до 2015</b>	31.8 млн. фунт
		<b>Производство 2015</b>	3.4 млн. фунт
		<b>Производство 2016 (план)</b>	3.0 млн. фунт
		<b>Ориентировочная стоимость вывода из эксплуатации</b>	\$9 млн.

Источник: Данные Компании

**McArthur River/Key Lake** – крупнейшее в мире месторождение с чрезвычайно высоким содержанием урана в руде – до 24%.

Производство на McArthur River/Key Lake за 9M2016г. снизилось на 21% (г/г) вследствие сокращения планового годового производства.

Помимо основных наиболее крупных месторождений у Самесо имеются доли участия в таких месторождениях, как Rabbit Lake в Саскачеване (Канада), Smith Ranch-Highland & Satellite Facilities в Вайоминге (США) и Crow Butte в Небраске (США). У Самесо также имеются проекты, такие как Millennium, Yeelirrie, Kintyre, добыча на которых приостановлена до восстановления спроса

<b>McArthur River mine / Key Lake mill</b> 	<b>Месторасположение</b>	Саскачеван, Канада
	<b>Доля владения</b>	McArthur River – 69.805% / Key Lake – 83.33%
	<b>Метод добычи</b>	1 - восстающая выработка, 2 - выемка с отбойкой глубокими скважинами
	<b>Конечный продукт</b>	Урановый концентрат
	<b>Оценочные резервы</b>	234.9 млн. фунт (2P), ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 10.94%
	<b>Оценочные ресурсы</b>	3.9 млн. фунт, ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 3.77%
	<b>Лицензированная мощность</b>	40.9 млн. фунт (подразумеваемые), ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 7.72%
	<b>Срок лицензии</b>	25 млн. фунтов в год
	<b>Общий объем производства: 2000 до 2015</b>	2023
	<b>Производство 2015</b>	291.1 млн. фунт
	<b>Производство 2016 (план)</b>	13.3 млн. фунт
	<b>Ориентировочная стоимость вывода из эксплуатации</b>	14.0 млн. фунт \$48 млн. – McArthur River \$218 млн. – Key Lake

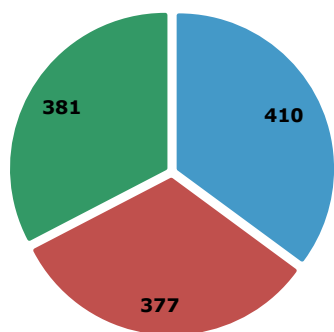
Источник: Данные Компании

**Cigar Lake** является месторождением с внушительным содержанием урана в руде - заявленная полная мощность около 8.16 тыс. тонн. Сатесо намерено наращивать производство на Cigar Lake до достижения полной производственной мощности. За 9M2016г. на Cigar lake было произведено на 88% выше продукции (г/г), что явилось результатом запланированного наращивания.

<b>Cigar Lake</b> 	<b>Месторасположение</b>	Саскачеван, Канада
	<b>Доля владения</b>	50.03%
	<b>Метод добычи</b>	Jet boring system
	<b>Конечный продукт</b>	Урановый концентрат
	<b>Оценочные резервы</b>	110.9 млн. фунт (2P), ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 16.70%
	<b>Оценочные ресурсы</b>	1.6 млн. фунт, ср. оценка U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> : 7.38%
	<b>Лицензированная мощность</b>	51.6 млн. фунт (подразумеваемые), ср. оценка
	<b>Срок лицензии</b>	18 млн. фунтов в год
	<b>Общий объем производства: 2014 до 2015</b>	2021
	<b>Производство 2015</b>	11.8 млн. фунт
	<b>Производство 2016 (план)</b>	5.7 млн. фунт
	<b>Ориентировочная стоимость вывода из</b>	8.0 млн. фунт \$49 млн.

Источник: Данные Компании

Рис. 3. Запасы и ресурсы, млн. фунтов



- Доказанные и вероятные запасы
- Подсчитанные и предполагаемые ресурсы
- Прогнозные ресурсы

Источник: Данные Компании

### Запасы

На конец 2015г. доказанные и вероятные запасы сократились на 4,4% до 410 млн. фунт (г/г), что было частично компенсировано переводом части запасов из категории «вероятные» в категорию «доказанные» в результате разведочного бурения на Cigar Lake.

Согласно отчетности Сатесо за 2015г. доказанные и вероятные запасы на крупнейших месторождениях McArthur River, Cigar Lake и Инкай останутся на уровне 410 млн. фунтов. (Рис.4.).

Рис. 4. Оценка запасов

Месторождения	Доказанные и вероятные	Среднее содержание урана
McArthur River mine / Key Lake mill	235	10,94%
Cigar Lake	111	16,7%
Inkai	43	0,07%
Rabbit Lake	12	0,59%
Smith Ranch-Highland & Satellite Facilities	8	0,08
Crow Butte	1	0,08

Источник: Данные Компаний

### Контракты

Уран не торгуется в значимых количествах на товарной бирже. Поставки урана осуществляются преимущественно по долгосрочным контрактам.

Механизм ценообразования в уранодобывающих компаниях предполагает таргетирование определенного соотношения контрактов с фиксированной и рыночной ценой с целью снижения волатильности операционных денежных потоков. В случае с Сатесо соотношение фиксированных контрактов к рыночным составляет 40:60. Топливные услуги в основном реализуются по фиксированной цене за кг урана. На сегодня в сегменте топливных услуг у Сатесо есть обязательства перед 41 клиентом продать около 190 млн. фунтов  $U_3O_8$ , а также контракты с 33 клиентами по продаже около 65 млн. UF в конверсии. В апреле 2015г. Сатесо подписала с департаментом атомной энергии Индии контракт на 3,22 тыс. тонн закиси-окиси, которые будут поставлены в Индию до 2020г.

Долгосрочные контракты являются ключевым фактором в своевременном восстановлении рынка. В наибольшей степени рынок долгосрочных контрактов ощутило сузилась, отыгрывая последствия аварии на АЭС «Фукусима-1» в Японии. По прошествии пяти лет энергетическая политика Японии заявляет, что ядерная энергетика составит от 20 до 22% от энергетического баланса в стране (30% до аварии). Тем временем, стоит отметить, что общественное мнение относительно ядерной энергетике в Японии остается несколько неопределенным.

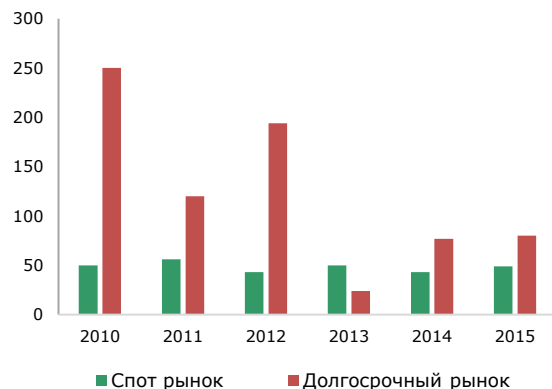
### Анализ спроса

На мировом рынке спрос на продукцию урановой промышленности обеспечивают атомные электростанции в качестве ядерного топлива для реакторов. Первые коммерческие 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 (1979г.) и на Чернобыльской АЭС (1986г.).

Атомные электростанции использует 31 страна. Лидирующие позиции занимают США и Франция, в которых действует больше всего ядерных реакторов и Китай, который активно развивает свою атомную энергетiku. Согласно докладу Всемирной Ядерной Ассоциации (WNA), в мире действует 402 энергетических ядерных реакторов общей мощностью 348 ГВт. За последние 10 лет в мире в эксплуатацию было введено 40 энергоблоков, почти все из них находятся либо в Азии, либо в Восточной Европе. Две трети строящихся реакторов приходится на Китай, Индию и Россию.

В 2015г. к энергосети были подключены десять новых реакторов, что представляет собой наивысший показатель с 1990г. Согласно прогнозам Информационной системы по

Рис. 5. Объемы урана по контракту, млн. фунтов  $U_3O_8$



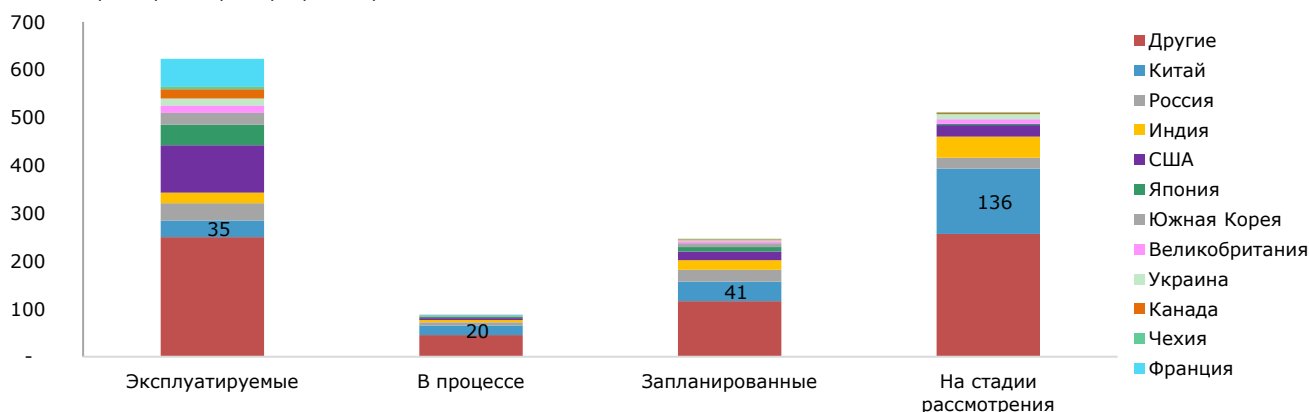
Источник: Данные Компаний

энергетическим реакторам, рост мощностей, а также развитие ядерной энергетики в краткосрочной и долгосрочной перспективе будет происходить преимущественно в Азии, прежде всего, в Китае: КНР осуществляет самую масштабную программу строительства новых АЭС.

В 1П2016г. из пяти запущенных реакторов, три пришлось на Китай, один в Южной Корее и один в США. При этом, в текущем году за исключением Китая, продолжает строительство атомных энергоблоков Беларусь, Турция дорабатывает проект закона о ядерной энергии, в Нигерии, Кении и Марокко достигнут прогресс в создании ядерной инфраструктуры.

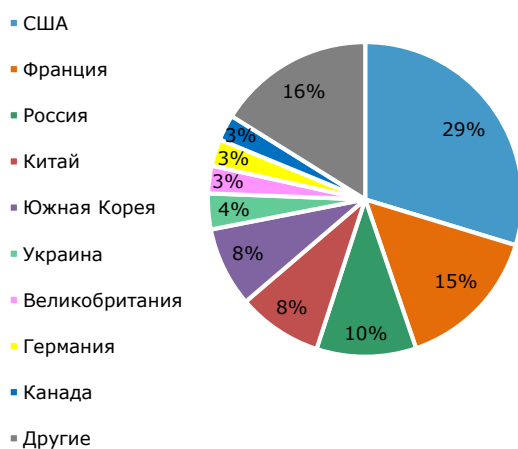
До 2011г. спрос на уран поддерживался, в основном, за счет Японии. Для Японии, как для страны в значительной степени зависящей от импорта топлива, ядерная энергетика была приоритетом – страна располагала 54 действующими атомными реакторами, АЭС Японии вырабатывали около 30% электроэнергии страны. Однако 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.

Рис. 6. Ядерные реакторы в разрезе стран



Источник: WNA

Рис. 7. Основные потребители урана на ноябрь 2016 г.



Источник: WNA

Сегодня спрос на уран составляет 63 404 тонн в год. Данная величина складывается из потребностей 448 коммерческих ядерных реакторов с общей мощностью в 2 441 млрд. кВт, которые покрывают 11,5% от мировых потребностей в энергетике.

Согласно данным WNA на ноябрь 2016г. в мире строятся 58 реакторов, 345 реакторов находятся на стадии разработки и 167 реакторов на стадии планирования. 25% от ожидаемого увеличения спроса приходится на Китай, 15% на Россию и 12% на Индию. Несмотря на падение популярности ядерной энергетики после ядерной катастрофы на Фукусиме, Китай стоит особняком, планируя дальнейшее развитие атомной энергетики. На сегодня в Китае действуют 35 атомных реакторов мощностью 161.2 млрд. кВт, обеспечивающие около 3% национального энергопотребления. Страна планирует нарастить долю атомного электроснабжения до 7% в 2020г.

Вместе с тем, спрос на уран по состоянию на ноябрь приходится преимущественно на США, который нуждается в 18 тыс. тоннах урана или 29% от общего количества требуемого урана в мире.

Существует ряд причин долгосрочного роста атомной энергетики. Во-первых, атомная энергия ежегодно предотвращает выброс 1,64 млрд. тонн углекислого газа в



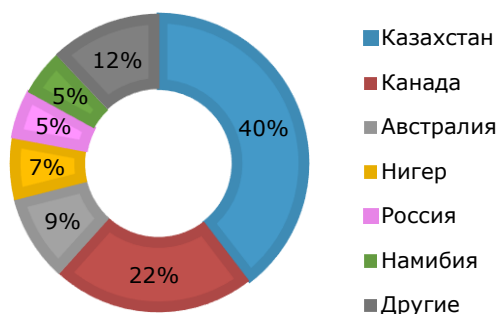
атмосферу. С ростом мирового потребления электроэнергии, выбросы парниковых газов увеличатся на 50% к 2030г., по ожиданиям МЭА. Во-вторых, атомная энергия имеет низкую себестоимость производства и затраты стабильны и прогнозируемы. По прогнозам МЭА в 2015г., к 2030г. мощность ядерной энергетики при низком сценарии возрастет примерно на 2% и при высоком сценарии – на 70%.

### Анализ предложения

Лидирующим производителем урана в мире остается Казахстан, получающий уран практически полностью методом выщелачивания. Доля Казахстана по производству урана составляет 39% всего мирового производства. Основными игроками уранового рынка являются также Канада (22%), Австралия (9%) и Нигер (7%). (Рис. 8.). Канаде принадлежат месторождения в бассейне реки Атабаска с внушительными объемами запасов, один из которых рудник с самыми богатыми рудами в мире Cigar Lake, принадлежащий наполовину Сатесо, производительность которого должна достичь максимума к 2017г.

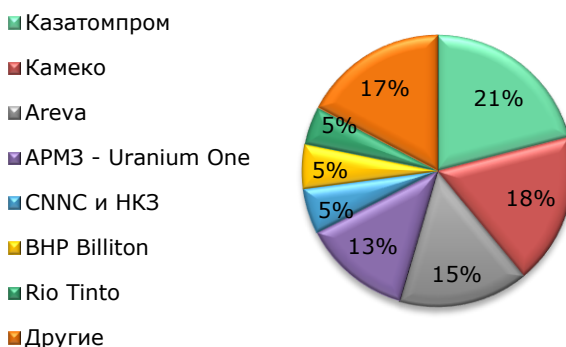
В 2015г. 89% мировой добычи урана было обеспечено крупнейшими игроками (11 компаний), среди которых Казатомпром и Самесо занимают лидирующие позиции (21% и 18%, соответственно). (Рис. 9.)

Рис. 8. Производство урана по странам



Источник: WNA

Рис. 9. Основные игроки – производители урана



Источник: WNA

### Цена на уран

До 2011 г. цена на уран держалась на уровне 70 долл. США/фунт. Резкое сокращение спроса на уран на фоне негативного отношения к атомной энергетике после аварии на «Фукусима-1» отыгралось на цене урана. На сегодняшний день, стоимость урана под давлением переизбытка предложения на рынке продолжает демонстрировать нисходящий тренд. 30 ноября котировки цен на уран обновили исторический минимум в 17,75 долл. США/фунт и, по нашему мнению, достигли дна. Согласно консенсус прогнозу Bloomberg, цена на уран в ближайшие 4 года будет демонстрировать восстановление. По нашему мнению, прогноз увеличения цены на уран оправдан ожидаемым проникновением атомной энергетики.

Рис. 10. Цена спот vs средняя цена реализации, \$/фунт



Источник: Bloomberg, данные Компании

Рис. 11. Ожидаемые цены на UXA 1 Comdty

	2016	1кв2017	2кв2017	3кв2017	2017	2018	2019
Bloomberg	31.0	35.5	37.0	38.0	37.0	44.5	55.0

**Рис. 12. Финансовые результаты 2013-2014гг.**

млн \$	2013	2014	2015
Выручка	2 439	2 398	2 754
<b>Себестоимость, в том числе:</b>	<b>1 832</b>	<b>1 760</b>	<b>2 057</b>
Себестоимость производства и услуг	1 549	1 421	1 745
Амортизация	283	339	313
<b>Валовая прибыль</b>	<b>607</b>	<b>638</b>	<b>697</b>
Общие и административные расходы	185	176	187
Расходы на разведку	73	47	40
Расходы на исследование и разработку	7	5	7
Прочие операционные расходы	-	0	0
Прибыль / (Убыток) от продажи активов	8	45	2
Расходы по обесценению активов	70	327	215
<b>Операционная прибыль</b>	<b>264</b>	<b>38</b>	<b>246</b>
Финансовые расходы	-62	-77	-104
Прибыль / (Убыток) по деривативам	-62	-121	-281
Финансовые доходы	7	7	5
Убыток от доли участия в СП	-14	-17	-1
Прочие доходы (расходы)	-18	51	55
<b>ЕВИТ</b>	<b>114</b>	<b>-119</b>	<b>-79</b>
Расход / (Экономия) по налогу на прибыль	-117	-175	-143
<b>Чистая прибыль от продолжающейся д-ти</b>	<b>231</b>	<b>56</b>	<b>63</b>
Чистая прибыль от прекращенной д-ти	85	127	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>317</b>	<b>183</b>	<b>63</b>

Источник: Данные Компании

**Итоги 9М2016 г.**

Выручка Сатесо в основном складывается от реализации урана (73%) и оказания топливных услуг (14%). Доходы от деятельности NUKEM занимают 13% всей выручки. По итогам 9М2016г. выручка Компании сократилась на 13% (г/г) вследствие сокращения доходов от реализации урана (-4% г/г) и доходов в NUKEM (-45%). В отчетном периоде нисходящая динамика на рынке урана продолжилась: средние цены на уран на рынке спот и на фьючерсном рынке упали на 37% и 8%, соответственно. Как следствие, цены на топливные услуги также демонстрировали снижение на 15% (спот) и 19% (фьючерс), соответственно. Кроме того, объем реализации в натуральном выражении сократился на 6%.

Себестоимость сократилась на 17% (г/г), вследствие того, что Компания оптимизировала расходы по топливным услугам (-3% г/г), а NUKEM вдвое снизила чистую себестоимость (без амортизации). Тем временем за счет увеличения затрат, связанных с соглашениями о сотрудничестве и реструктуризацией сегмента Nukem в результате операционных изменений на Rabbit Lake, в сегменте NUKEM были увеличены общие и административные расходы на 41%, что сказалось на росте общих и административных расходов Сатесо на 15%.

Показатель ЕВИТ Компании сложился на уровне \$19 млн против отрицательного значения в аналогичном периоде прошлого года в размере \$11 млн. По итогам 9М2016г. Компания получила \$85 млн чистой прибыли, \$66 млн из которых были получены за счет экономии по налогу на прибыль. Таким образом, чистая прибыль за 9М2016 г. увеличилась на 15% по сравнению с годом ранее.

**Финансовое моделирование и прогнозы**
**Производство и выручка**

За 9М2016г. производство составило 19.9 млн. фунт, увеличившись за год на 6%, преимущественно, за счет роста объемов производства на Cigar Lake на 88% (г/г) а также роста на Инкай (+27% г/г). При этом, добыча на McArthur River/Key Lake сократилась на 7%, однако продолжает оставаться основным рудником с долей в общей добыче 44%. Средняя себестоимость показала увеличение на 6%

**Уран.** Исходя из имеющихся резервов и сроков лицензий на месторождениях, мы ожидаем, что производство урана останется на одном уровне, за исключением основных месторождений McArthur River/Key Lake и Cigar Lake.

На McArthur River/Key Lake мы закладываем на 2017-2019 гг. производство в среднем на уровне 15.4 млн. фунтов урана, с дальнейшим снижением в 2019-2022 гг. на 0,2% в связи с постепенным истощением и возрастающей трудоемкостью добычи.

На Cigar Lake, напротив, мы ожидаем стабильный рост добычи в свете расширения производства и вложенных капитальных затрат. Мы оцениваем Cigar Lake как «проект роста» и объемы производства базируем преимущественно на данном месторождении.

Продажи Сатесо основаны на долгосрочных контрактах. Срок контрактов, согласно данным Компании, доходит до 10 лет. Учитывая расширение на Cigar Lake, мы ожидаем рост производства в 2017-2022 гг. на 5% в среднем.

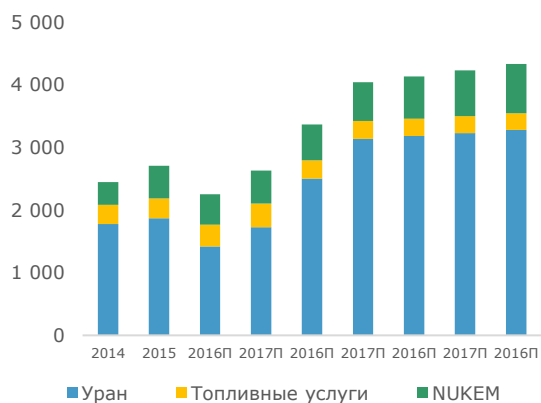
Запасы на Инкай достигают 43,1 млн. фунтов до 2030г. Доля Сатесо, согласно планам, в 2016г. составит 3 млн. фунтов.

**Рис. 13. Финансовые результаты 9М2016г.**

млн \$	9М2015	9М2016	г/г
Выручка	1 779	1 544	-13%
<b>Себестоимость, в том числе:</b>	<b>1 364</b>	<b>1 237</b>	<b>-9%</b>
Себестоимость производства и услуг	1 164	964	-17%
Амортизация	200	273	36%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>415</b>	<b>307</b>	<b>-26%</b>
Общие и административные расходы	132	151	15%
Расходы на разведку	33	37	11%
Расходы на исследование и разработку	5	4	-16%
Прочие операционные расходы	0	-6.3	-
Прибыль / (Убыток) от продажи активов	0.5	9	1838%
Расходы по обесценению активов	6	124	2086%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>239</b>	<b>-12</b>	<b>-105%</b>
Финансовые расходы	-76	-85	12%
Прибыль / (Убыток) по деривативам	-237	64	-127%
Финансовые доходы	5	3	-32%
Убыток от доли участия в СП	-1	0	-100%
Прочие доходы (расходы)	59	50	-15%
<b>ЕВИТ</b>	<b>-11</b>	<b>19</b>	<b>269%</b>
Экономия по налогу на прибыль	85	66	-22%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>74</b>	<b>85</b>	<b>15%</b>

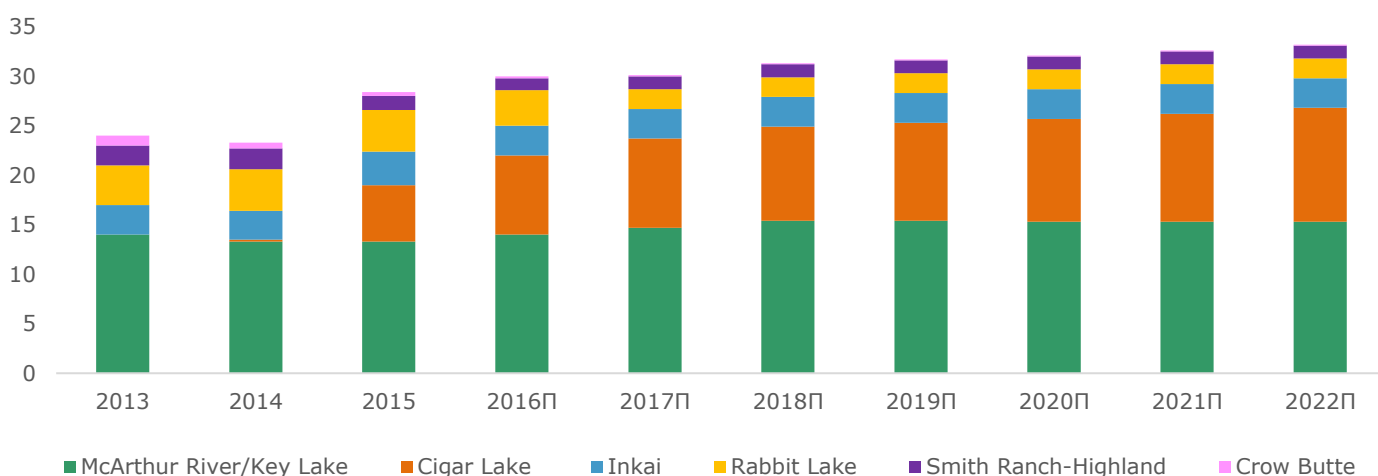
Источник: Данные Компании

**Рис. 14. Выручка**



Источник: Данные Компании, прогнозы ХФ

Рис. 15. Производство в разрезе рудников



Источник: Данные Компании, прогнозы ХФ

Пока потенциальный план развития Сатесо с Казатомпромом не завершится, компания планирует придерживаться уровня 3 млн. фунтов.

**Топливные услуги.** В 2015г. объем топливных услуг составил 9.7 млн. kgU, снизившись за год на 16%. В 2016г. Сатесо планирует снизить объемы до 8-9 млн. kgU. Объемы за 9М2016г. входят в рамки годовых планов компании. Мы закладываем дальнейшее снижение объема топливных услуг на 14% и сокращение объемов продаж в среднем на 12%.

**NUKEM.** В связи с ростом объемов производства, мы ожидаем увеличения объемов продаж в Nuket в среднем на 4%, начиная с 2017г.

С учетом консенсус прогноза цены на уран, мы ожидаем увеличения спроса со стороны основных потребителей – Китая, Индии, России. Выручка от реализации урана занимает 73% (9М2016г.).

### Прогноз продаж

Исторически, продажи Сатесо превышают объемы производства. Более десяти лет объемы продаж Сатесо остаются на уровне 30-32 млн. фунтов, в то время как объем производства был в узком диапазоне до 20 млн. фунтов. Превышение объемов реализованного урана над уровнем произведенного объясняется долгосрочным характером поставок. По данным Компании, поставки урана осуществляются как минимум через два года после заключения контракта на поставку. Кроме того, Сатесо выполняет свои обязательства с использованием комбинации первичного производства и покупки на рынке как за счет долгосрочных обязательств по закупкам у других поставщиков урана, так и на спотовом (срочном) рынке. До 2013г. разница между объемами производства и обязательствами по контрактам компенсировалась за счет Соглашения ВОУ-НОУ<sup>1</sup>, в рамках которого Сатесо было предоставлено около 7 млн. фунтов в год по низким ценам для последующей поставки. По завершении программы в 2013г. Сатесо исполнила опцион, приняв дополнительные 3 млн. фунтов. В настоящее время Компания продолжает находить привлекательные предложения на рынке и в перспективе планирует закупать материал от другой стороны в течение нескольких лет – такая схема

<sup>1</sup> межправительственное соглашение между РФ и США, заключенное в 1993г., предусматривающее необратимую переработку не менее 500 тонн российского оружейного урана в низкообогащенный уран – топливо для атомных электростанций США.



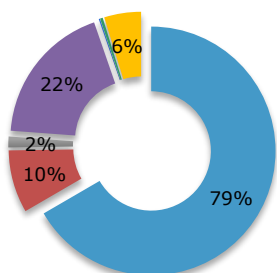
является выгодной для Сатесо, поскольку средняя цена реализации значительно превышает текущие цены на спот-рынке. Несмотря на превышение объема продаж над производством, в нашей модели мы заложили более пессимистичный сценарий, полагая, что Компания ограничится сбытом 100% произведенного урана, при этом динамика предоставления топливных услуг будет варьироваться с учетом среднего излишка предоставленных услуг от объема произведенных услуг в 2015г. и за 9М2016г.

Рис. 16. Прогнозы производственной деятельности

Уран	2015	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Производство	28.4	35.1	30.1	31.3	31.7	32.2	32.7	33.2
Реализация	32.4	35.1	30.1	31.3	31.7	32.2	32.7	33.2
Выручка	1 866	1 505	1 323	1 392	1 745	1 770	1 797	1 826
Топливные услуги								
Производство	9.7	8.7	7.5	6.5	5.6	4.8	4.2	3.6
Реализация	13.6	11.5	10.3	6.5	7.7	6.6	5.7	5.0
Выручка	319	289	292	210	282	278	273	268
NUKEM								
Продажи	10.7	5.4	4.9	4.5	4.1	3.7	3.4	3.1
Выручка	554	264	182	173	164	157	149	142
<b>Выручка от основной деятельности</b>	<b>2 754</b>	<b>2 059</b>	<b>1 797</b>	<b>1 775</b>	<b>2 192</b>	<b>2 205</b>	<b>2 219</b>	<b>2 236</b>

Источник: Данные Компании, прогнозы ХФ

Рис. 17. Расходы



- Себестоимость
- Общие и административные расходы
- Расходы на разведку
- Амортизация
- Расходы на исследование и разработку
- Прибыль / (Убыток) от продажи активов
- Расходы по обесценению активов

Источник: Данные Компании

## Капиталовложения

В отчетности за 9М2016г. Компания снизила капитальные расходы на поддержание с ранее планируемых \$275 млн до \$245 млн за счет сокращения расходов на McArthur River и снижения затрат в сегменте топливных услуг. За 9М2016г. Компания направила на поддержание средства в размере \$167 млн. Планы Компании на 2017г. не изменились и составляют около \$300-\$350 млн. В последующем, мы ожидаем увеличения капитальных затрат пропорционально росту производства.

## Расходы

Исторически, наибольшую часть в расходах занимали общие и административные расходы (10%) и себестоимость (79%), доля амортизации в которой составляет 22%.

В нашей модели при расчете себестоимости мы исходим из размера денежной себестоимости и расходов по амортизации и изменению в запасах на 1 фунт урана в 2014-2015гг., которая в среднем составила \$33.

## Оценка

Для оценки справедливой стоимости Компании мы использовали метод дисконтирования денежных потоков (DCF). Дополнительно, мы провели анализ мультипликаторов компаний-аналогов. По нашим расчетам, с учетом текущего значения годовой процентной ставки на десятилетние облигации Казначейства США, премии за риск инвестиций в акции в размере 5%, страновой премии в 3% и беты, равной 1.22, стоимость акционерного капитала составляет 13%. Средневзвешенная стоимость капитала составила 11%, при 30% ставке корпоративного подоходного налога и стоимости долгового капитала в 3.0%.

При долговременном темпе роста денежных потоков в 4% мы оценили стоимость одной акции в 15.95 CAD. Наша целевая цена предполагает потенциал роста в 28% от текущей цены.

Рис. 18. Оценка

( \$млн, если не указано иное)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Доходы	2 059	1 797	1 775	2 192	2 205	2 219	2 236
Себестоимость	-1 650	-1 435	-1 381	-1 399	-1 378	-1 361	-1 350
<b>Валовая прибыль</b>	<b>409</b>	<b>362</b>	<b>394</b>	<b>793</b>	<b>827</b>	<b>858</b>	<b>886</b>
Общие и административные расходы	-202	-207	-218	-229	-241	-254	-267
Расходы на разведку и добычу	-49	-48	-49	-50	-51	-52	-53
<b>EBIT</b>	<b>159</b>	<b>107</b>	<b>127</b>	<b>513</b>	<b>534</b>	<b>552</b>	<b>566</b>
Износ и амортизация	365	249	249	255	256	258	261
<b>EBITDA</b>	<b>523</b>	<b>356</b>	<b>376</b>	<b>768</b>	<b>791</b>	<b>810</b>	<b>826</b>
-Расходы по подоходному налогу	88	-38	-42	-114	-119	-124	-128
-CAPEX	-319	-361	-191	-192	-194	-196	-198
-Изменения в рабочем капитале	-250	-84	-24	80	-6	-4	-2
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>42</b>	<b>-126</b>	<b>120</b>	<b>542</b>	<b>472</b>	<b>487</b>	<b>498</b>
<b>WACC</b>	<b>11%</b>						
Денежный поток на конец 2022 г.	498						
Долговременный темп роста ден. потоков <sup>9</sup>	4%						
Терминальная стоимость	7 471						
Прогноз чистого долга	-1 167						
Стоимость капитала	6 304						
Количество акций, млн. шт.	395						
<b>Справедливая стоимость акции, CAD</b>	<b>15.95</b>						

Источник: Расчеты ХФ

При сравнении мультипликаторов мы пришли к выводу, что на рынке Cameco недооценен и торгуется с дисконтом к мультипликаторам EV/Sales и EV/EBITDA схожих компаний. На последние 12 месяцев показатель EV/Sales составляет 2.52x, что ниже среднего по рынку 5.88x, показатель EV/EBITDA составил 9.16x, также демонстрируя неоцененность при рыночном среднем значении 31.2x. При этом, маржа EBITDA, составляющая 8.47%, значительно выше средней EBITDA маржи аналогичных компаний.

Рис. 19. Мультипликаторы

Наименование	Рын. кап., \$млн	EV, \$млн	2016			2017П			Маржа EBITDA	Общий долг/активы	WACC
			EV/Sales (x)	EV/EBITDA (x)	P/E	EV/Sales (x)	EV/EBITDA (x)	P/E			
<b>Cameco</b>	<b>3 511</b>	<b>4 510</b>	<b>2.52</b>	<b>9.16</b>	<b>15.78</b>	<b>2.63</b>	<b>8.76</b>	<b>20.79</b>	<b>8.47%</b>	<b>17.0%</b>	<b>10.3%</b>
Paladin Energy	115	407	2.83	15.08	-	2.90	8.46	-	-18.91%	54.25%	-
Areva	1 990	9 640	2.17	69.36	-	2.15	17.44	44.27	16.10%	24.53%	1.81%
Denison Mines	325	302	16.00	-	-	16.45	-	-	-356.15%	0.14%	15.39%
<i>Среднее</i>			<i>5.88</i>	<i>31.20</i>	<i>-</i>	<i>6.03</i>	<i>11.55</i>	<i>32.53</i>	<i>-87.6%</i>	<i>24.0%</i>	<i>9.2%</i>

Источник: Bloomberg

### Риски

На сегодняшний день основным риском для Cameco выступает сохранение низких цен на уран, которое является следствием низкого спроса.

Факторы, обуславливающие восстановление спроса на уран, в свою очередь, зависят от готовности ряда стран возобновить использование атомных реакторов, где ключевую роль играет мнение общественности. Сложившееся негативное отношение общественности к атомной энергетике основывается на рисках распространения ядерного оружия, проблемной утилизации ядерных отходов, наличия несчастных случаев и вреда окружающей среде. В этой связи деятельность Cameco подвержена политическим и экологическим рискам.

Таким образом, первостепенным риском для Компании мы выделяем цену на уран. Мы отмечаем специфическую уязвимость уранового рынка к экологической обстановке в мире и макроэкономике в целом.

## Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности

(\$ млн, кроме значения за акцию)	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>								
Выручка	2 754	2 059	1 797	1 775	2 192	2 205	2 219	2 236
Себестоимость, в том числе:	2 057	1 650	1 435	1 381	1 399	1 378	1 361	1 350
Себестоимость производства и реализации	1 745	1 285	1 186	1 132	1 144	1 121	1 103	1 089
Износ и амортизация	313	365	249	249	255	256	258	261
<b>Валовая прибыль</b>	<b>697</b>	<b>409</b>	<b>362</b>	<b>394</b>	<b>793</b>	<b>827</b>	<b>858</b>	<b>886</b>
Общие и административные расходы	187	202	207	218	229	241	254	267
Расходы на разведку	40	49	48	49	50	51	52	53
Расходы на исследование и разработку	7	5	7	7	7	7	7	7
Прибыль / (Убыток) от продажи активов	2	12	2	2	2	2	2	2
Расходы по обесценению активов	215	206	0	0	143	143	143	143
<b>Операционная прибыль</b>	<b>246</b>	<b>-65</b>	<b>98</b>	<b>118</b>	<b>361</b>	<b>383</b>	<b>400</b>	<b>414</b>
Финансовые расходы	-104	-114	-86	-92	-95	-99	-100	-99
Прибыль / (Убыток) по деривативам	-281	85	85	85	85	85	85	85
Финансовые доходы	5	4	4	4	4	4	4	4
Убыток от доли участия в СП	-1	0	11	11	11	11	11	11
Прочие доходы (расходы)	55	66	13	13	13	13	13	13
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>-79</b>	<b>-23</b>	<b>125</b>	<b>139</b>	<b>379</b>	<b>396</b>	<b>412</b>	<b>427</b>
Расход / (Экономия) по налогу на прибыль	-143	-88	38	42	114	119	124	128
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	63	65	88	97	265	277	288	299
Чистая прибыль от прекращенной деятельности	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>63</b>	<b>65</b>	<b>88</b>	<b>97</b>	<b>265</b>	<b>277</b>	<b>288</b>	<b>299</b>
Количество акций, млн. шт.	396	396	396	396	396	396	396	396
Прибыль на акцию (EPS)	0.16	0.16	0.22	0.24	0.67	0.70	0.73	0.76

(\$ млн, кроме значения за акцию)	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
<b>Отчет о финансовом положении</b>								
Деньги и их эквиваленты	459	576	598	761	1 105	1 128	1 295	1 394
Дебиторская задолженность	247	313	273	270	333	335	338	340
Текущие налоговые активы	0	41	36	35	44	44	44	45
Товарно-материальные запасы	1 285	704	650	620	627	614	604	597
Расходы будущих периодов	181	165	144	142	175	176	178	179
Текущая часть долгосрочной дебиторской задолженности	12	9	8	8	10	10	10	10
Всего краткосрочные активы	2 184	1 808	1 709	1 837	2 295	2 308	2 468	2 564
Основные средства	5 228	5 578	5 907	5 917	5 839	5 884	5 931	5 973
Нематериальные активы	217	217	217	217	217	217	217	217
Долгосрочная дебиторская задолженность	449	449	449	449	449	449	449	449
Инвестиции в ценные бумаги	2	2	2	2	2	2	2	2
Отложенные налоговые активы	714	714	714	714	714	714	714	714
Всего долгосрочные активы	6 611	6 960	7 289	7 299	7 222	7 266	7 313	7 355
<b>Итого активы</b>	<b>8 795</b>	<b>8 768</b>	<b>8 998</b>	<b>9 136</b>	<b>9 517</b>	<b>9 574</b>	<b>9 782</b>	<b>9 919</b>
Банковские займы	0	0	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	318	234	216	206	208	204	201	198
Текущие налоговые обязательства	56	42	37	36	45	45	46	46
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	0	0	0
Дивиденды к уплате	40	40	40	40	40	40	40	40
Краткосрочная часть прочих обязательств	241	103	90	89	110	110	111	112
Краткосрочная часть резервов	17	10	9	9	11	11	11	11
Всего краткосрочные обязательства	672	429	391	380	413	410	408	407
Долгосрочные займы	1 492	1 742	1 964	2 016	2 098	2 182	2 152	2 124
Прочие обязательства	132	132	132	132	132	132	132	132
Резервы	918	918	918	918	918	918	918	918
Отсроченные налоговые обязательства	35	35	35	35	35	35	35	35
Всего долгосрочные обязательства	2 578	2 828	3 050	3 102	3 184	3 268	3 237	3 209
<b>Итого обязательства</b>	<b>3 249</b>	<b>3 257</b>	<b>3 441</b>	<b>3 481</b>	<b>3 597</b>	<b>3 678</b>	<b>3 646</b>	<b>3 616</b>
Акционерный капитал	1 863	1 863	1 863	1 863	1 863	1 863	1 863	1 863
Внесенный излишек	209	0	0	0	0	0	0	0
Нераспределенная прибыль	3 242	3 307	3 395	3 492	3 757	4 034	4 274	4 440
Прочие компоненты капитала	233	341.5	300	300	300	0	0	0
Доля меньшинства	-2	0	0	0	0	0	0	0
<b>Всего капитал</b>	<b>5 545</b>	<b>5 511</b>	<b>5 557</b>	<b>5 654</b>	<b>5 919</b>	<b>5 896</b>	<b>6 136</b>	<b>6 303</b>
<b>Итого обязательства и собственный капитал</b>	<b>8 795</b>	<b>8 768</b>	<b>8 998</b>	<b>9 136</b>	<b>9 517</b>	<b>9 574</b>	<b>9 782</b>	<b>9 919</b>

(\$ млн, кроме значения за акцию)	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
<b>Отчет о движении денежных средств</b>								
Денежные потоки от операционной деятельности	450	748	474	494	887	909	928	945
Денежные потоки от инвестиционной деятельности	-341	-738	-332	-104	211	-623	-261	-316
Денежные потоки от финансовой деятельности	-228	106	-3	-228	-753	-264	-501	-530
<b>Чистое изменение денежных средств</b>	<b>-119</b>	<b>117</b>	<b>139</b>	<b>163</b>	<b>345</b>	<b>23</b>	<b>167</b>	<b>99</b>

Источник: Данные Компании, прогнозы Халык Финанс

Приложение 2. О Компании

Самесо – канадская горнорудная компания, один из крупнейших производителей урана и ведущий поставщик услуг в области переработки ядерного топлива. Компания обеспечивает 18% мирового производства, осуществляя разведку и добычу на месторождениях Канады, США и Казахстана. Самесо, совместно с Казатомпромом является учредителем СП «Инкай», которое осуществляет добычу в Южно-Казахстанской области.

Деятельность Самесо подразделяется на 3 основных сегмента: уран, топливные услуги и Nuket. Сегмент урана включает в себя разведку, добычу и обработку урана, покупку и продажу уранового концентрата. Сегмент топливных услуг включает в себя обогащение, преобразование и изготовление уранового концентрата и конверсионных услуг. Сегмент Nuket выступает в качестве рыночного посредника между производителями урана и ядерно-энергетическими компаниями.

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».

© 2016, все права защищены.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Департамент исследований

Мурат Темирханов  
Асан Курманбеков  
Эльмира Арнабекова  
Станислав Чувев  
Азамат Талгатбеков  
Алтынай Ибраимова  
Диас Кабылтаев

##### Управление

Директор  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долговые инструменты  
Долговые инструменты  
Долевые инструменты  
Долевые инструменты

##### E-mail

[m.temirkhanov@halykfinance.kz](mailto:m.temirkhanov@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[e.arnabekova@halykfinance.kz](mailto:e.arnabekova@halykfinance.kz)  
[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.talqatbekov@halykfinance.kz](mailto:a.talqatbekov@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[d.kabyltayev@halykfinance.kz](mailto:d.kabyltayev@halykfinance.kz)

##### Департамент продаж

Мария Пан  
Динара Асамбаева  
Айжана Туралиева  
Шынар Жаканова  
Сабина Муканова

##### Инвесторы

Директор  
Институциональные  
Институциональные  
Розничные  
Розничные

##### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[d.asambayeva@halykfinance.kz](mailto:d.asambayeva@halykfinance.kz)  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)  
[sh.zhakanova@halykfinance.kz](mailto:sh.zhakanova@halykfinance.kz)  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, 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