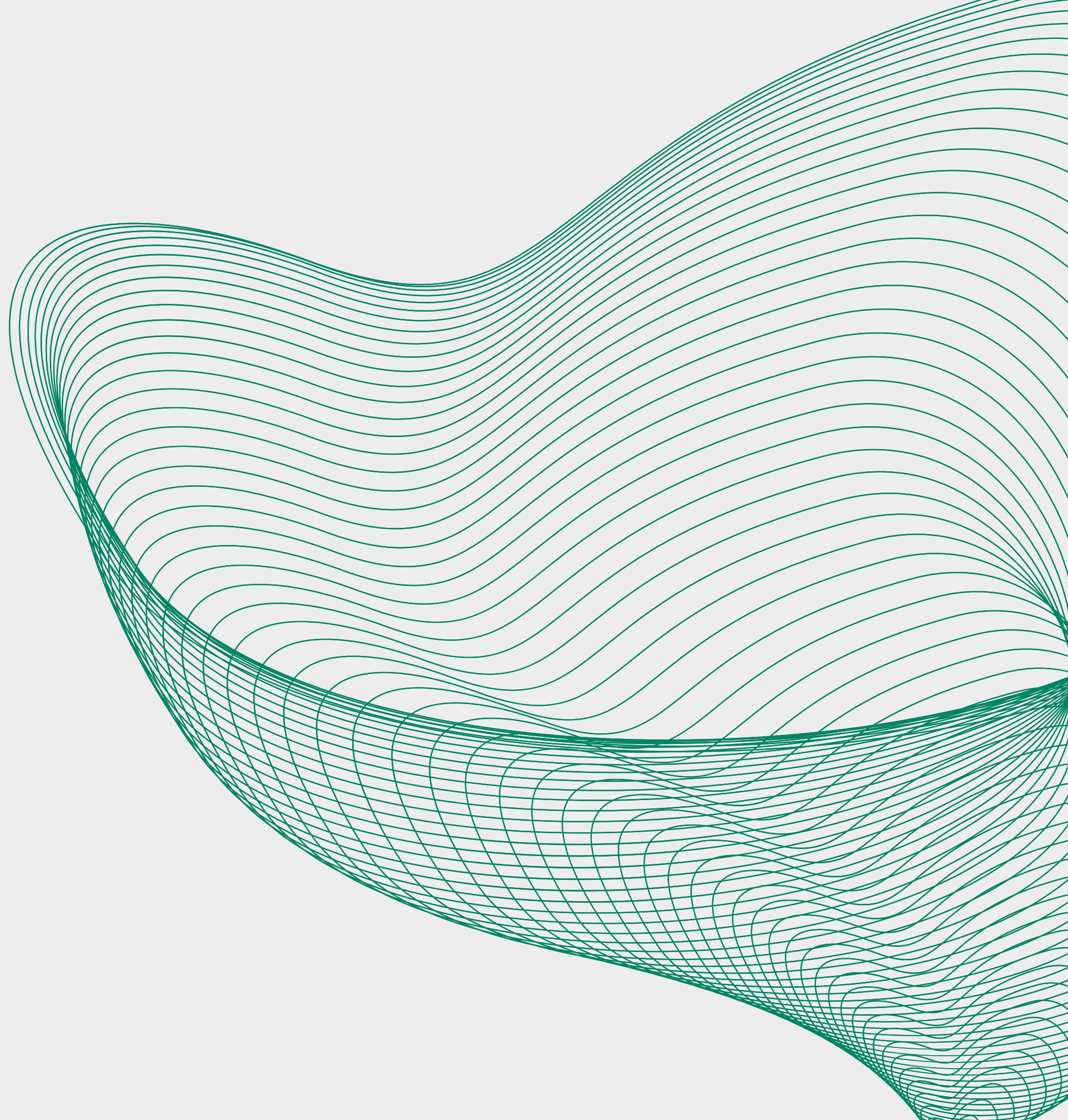


Cameco



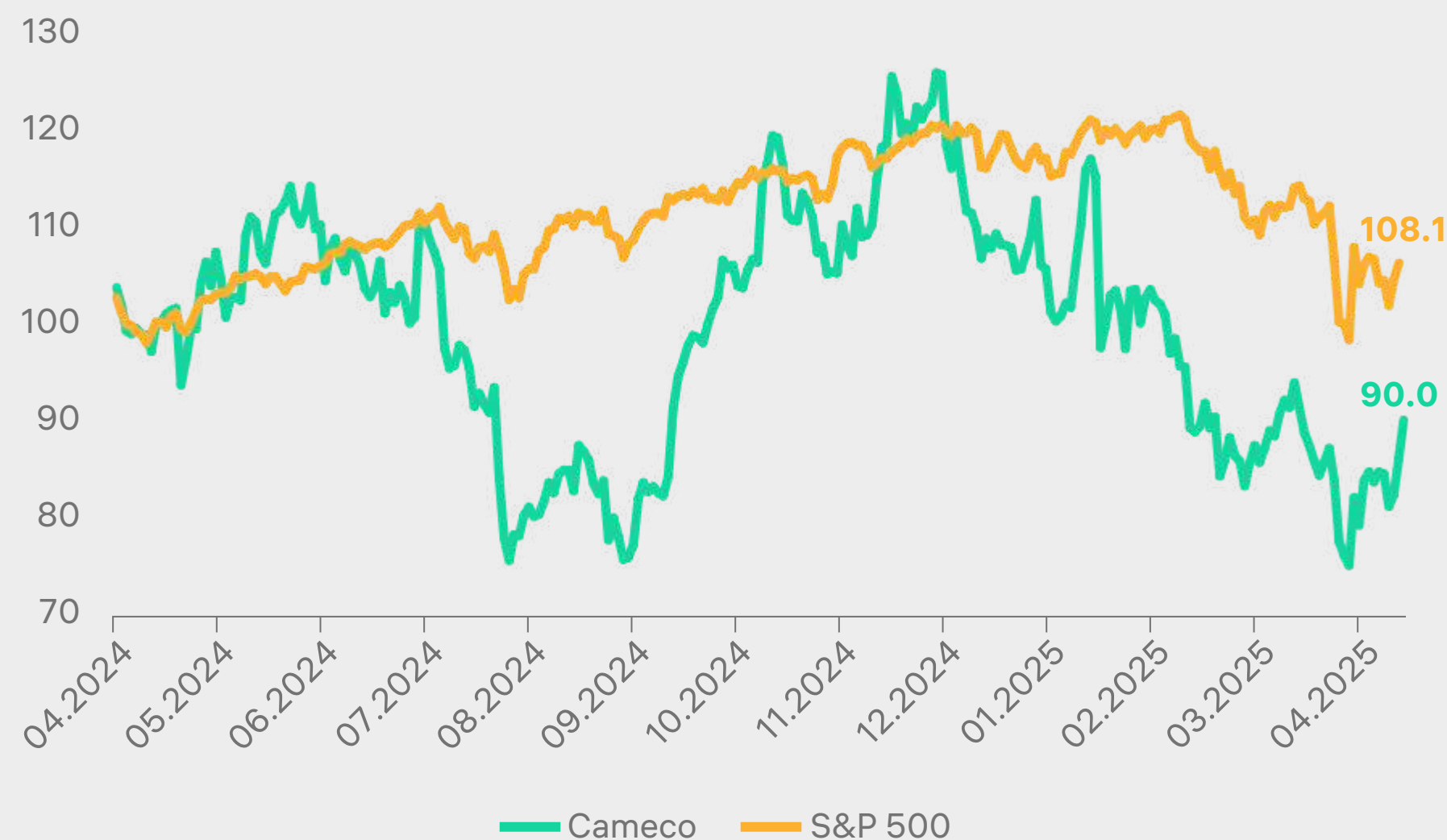
Торговая идея по акциям



Cameco — ведущий канадский производитель урана, контролирующий порядка 24% от мирового предложения металла в мире. Бизнес компании разделён на два основных сегмента и более 85% выручки компании формирует урановый компонент, который включает в себя разведку, добычу, переработку, покупку и продажу уранового концентрата.

Оставшаяся часть выручки компании представлена сегментом уранового топлива. Cameco занимается очисткой, конверсией и производством данного топлива, реализуя его АЭС по всему миру. Основную часть выручки компании формируют США (55%), Азия (27%) и Европа (18%). В общей сложности Cameco оказывает услуги и реализует свою продукцию 16 странам мира.

График изменения цены акций Cameco



Источник: Bloomberg

Резюме о компании

- **Декарбонизация и рост спроса на чистые источники энергии.** Аналитики занимают «бычью» позицию в отношении урана на фоне прогнозируемого роста его потребления на горизонте следующих десятилетий. Традиционные источники энергии постепенно уступают место чистым и возобновляемым источникам энергии (ВИЭ) и этот тренд сохранится в будущем на фоне планов мировых правительств по декарбонизации мировой экономики.
- **Качественные производственные активы и рост операционных показателей.** Производственные активы Cameco расположены в Канаде (McArthur River/Key Lake, Cigar Lake) и в Казахстане (СП Инкай). В 2024 году компания добыла 23.4 млн фунтов урана, что на треть больше прошлого года и реализовала 33.6 млн фунтов металла (+5%).
- **Прогнозный рост финансовых результатов.** Аналитики Уолл-стрит прогнозируют сохранение позитивной динамики по выручке и ожидают увеличение доходов Cameco до CAD3 377 млн (+7.7%) в 2025 году и до CAD3 746 млн (+11%) и CAD4 048 млн (+8%) в следующие два года.
- **Тарифы Трампа.** Мы разделяем мнение рынка, что тарифы новой администрации США в отношении канадского импорта не окажут крайне негативного влияния на деятельность компании. Мы полагаем, что весь негатив, вероятно, уже заложен в цене долевых инструментов Cameco, а учитывая высокую зависимость США от канадского урана и амбиции страны стать ядерной державой Вашингтон не сможет заменить и прекратить покупки радиоактивного металла из Канады.

Мы рекомендуем **“Покупать”** акции Cameco с 3М ЦЦ в \$54.5.

текущая цена

\$45.42

целевая цена

\$54.5

потенциал роста

20%

52 недельная мин-
макс цена

\$35-62.6

тикер

CCJ US

ISIN

CA13321L1085

торговая площадка

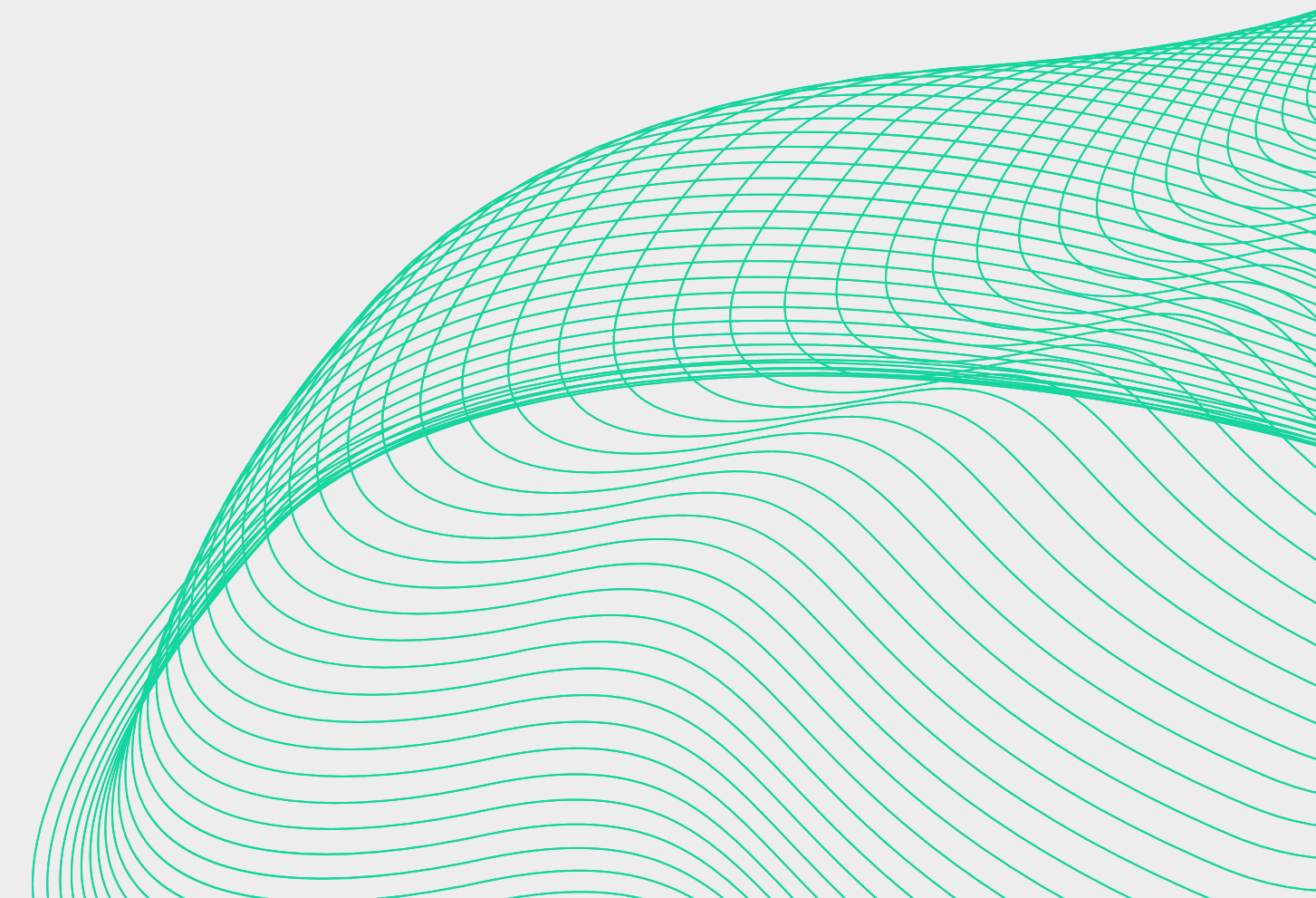
NYSE

средний ежедневный
объем торгов (млн)

3.1

рыночная капитализация
(млрд)

\$19.8



Ситуация на рынке урана

В январе-феврале 2024 года цены на уран достигли многолетних максимумов и впервые с 2007 года превысили трёхзначные значения. Котировки урана преодолев \$100 за фунт в январе прошлого года сохранили восходящую динамику на фоне опасений расширения дефицита предложения металла на рынке.

Цены на уран отреагировали заметным подъёмом после того, как крупнейший производитель металла КАП пересмотрел в сторону снижения прогнозы производства металла на 2024–2025 годы. В результате стоимость металла выросла сразу на 8% и достигнув локального максимума в \$106 за фунт перешла к снижению (см. рис. №1).

К настоящему моменту цены на уран опустились до \$64.4 за фунт, продолжив снижаться с прошлого года, игнорируя позитивную динамику на мировых фондовых биржах. В 2024 году индексы S&P 500 и NASDAQ выросли на 23% и 29% соответственно, европейские бенчмарки также показали позитивную динамику, где в большей степени преуспел немецкий DAX (+19%), однако цены на уран за данный период времени скорректировались более чем на 20% до \$72.9 за фунт.

Рис 1. Динамика цен на уран, \$/фунт



Источник: Bloomberg

Качественные производственные активы

Компания занимает мажоритарную долю в McArthur River (69.8%) в крупнейшем в мире руднике по добыче высококачественного урана и является владельцем крупнейшего в мире завода Key Lake (доля владения 83.3%) по его переработке. В 2024 году производство урана на месторождении McArthur River на долю Cameco составило 14.2 млн фунтов и, по оценкам самой компании, снизится в текущем году до 12.6 млн фунтов.

Другим качественным производственным активом компании является другой канадский рудник Cigar Lake, мажоритарная доля (54.5%) которого принадлежит Cameco. В прошлом году объём производства урана на долю компании составил 9.2 млн фунтов и, по ожиданиям руководства, возрастет до 9.8 млн фунтов в 2025 году.

Компания вместе с КазАтомПром (60%) владеет также 40% долей месторождения Инкай в Казахстане. В 2024 году объём производства урана на 100% основе составил 7.8 млн фунтов и на сегодняшний день из-за проблем с серной кислотой в Казахстане компания не может предоставить прогнозный ориентир уровня добычи на текущий год. Тем не менее, в 2025 году Cameco в общей сложности планирует добыть 22.4 млн фунтов урана, что немногим меньше прошлогоднего показателя, но всё же выше уровней прошлых лет.

Топливные услуги. Как уже отмечалось прежде Cameco занимается очисткой, конверсией и производством ядерного топлива, реализуя его ядерным коммунальным предприятиям по всему миру. В 2024 году данное направление обеспечило порядка 15% от всего объёма выручки, которая в 2024 году выросла на 8% до CAD459 млн. Производство в сегменте топливных услуг выросло на 2% до 13.5 млн кг урана, а продажи за данный период возросли на 1% до 12.1 млн кг урана. Средняя цена реализации выросла на 6% до CAD37.9 за кг.

Структура уранового рынка. Как и большая часть других товаров, спрос на уран цикличен и в отличие от других классических коммодитиз, радиоактивный металл не представлен значимыми объёмами на товарных биржах. Процесс покупки и дальнейших поставок радиоактивного металла в большей степени представляет собой процесс двухсторонних долгосрочных соглашений, охватывающий годовые потребности урана со стороны АЭС.

Рынок позитивно оценивает перспективы урана

В настоящий момент котировки металла упали до \$64 за фунт, но по оценкам аналитиков, возобновят положительную динамику на горизонте следующих лет. Так, например, консенсус-прогноз стоимости металла на уран предполагает его увеличение до \$82 за фунт в следующем году и небольшой откат до \$80 за фунт и \$78 за фунт соответственно в 2027–2028 гг.

Декарбонизация и рост спроса на чистые источники энергии. Аналитики занимают «бычью» позицию в отношении урана на фоне прогнозируемого роста его потребления на горизонте следующих десятилетий. Традиционные источники энергии постепенно уступают место чистым и возобновляемым источникам энергии (ВИЭ) и этот тренд сохранится в будущем на фоне планов мировых правительств по декарбонизации мировой экономики.

Приоритетная роль в замещении углеводородов отведена урану, который способен компенсировать естественное сокращение потребления угля и других углеводородов в генерации электроэнергии. Уран — это незаменимое топливо для энергии будущего и является главным ресурсом для работы атомных электростанций, численность которых продолжает расти. По данным Международного агентства по атомной энергии (IAEA), в настоящий момент в мире строится 62 атомных реактора, более половины из которых в странах, которые формируют значимую часть выручки КАП, а именно в Китае (28 реакторов) и в России (4 реактора).

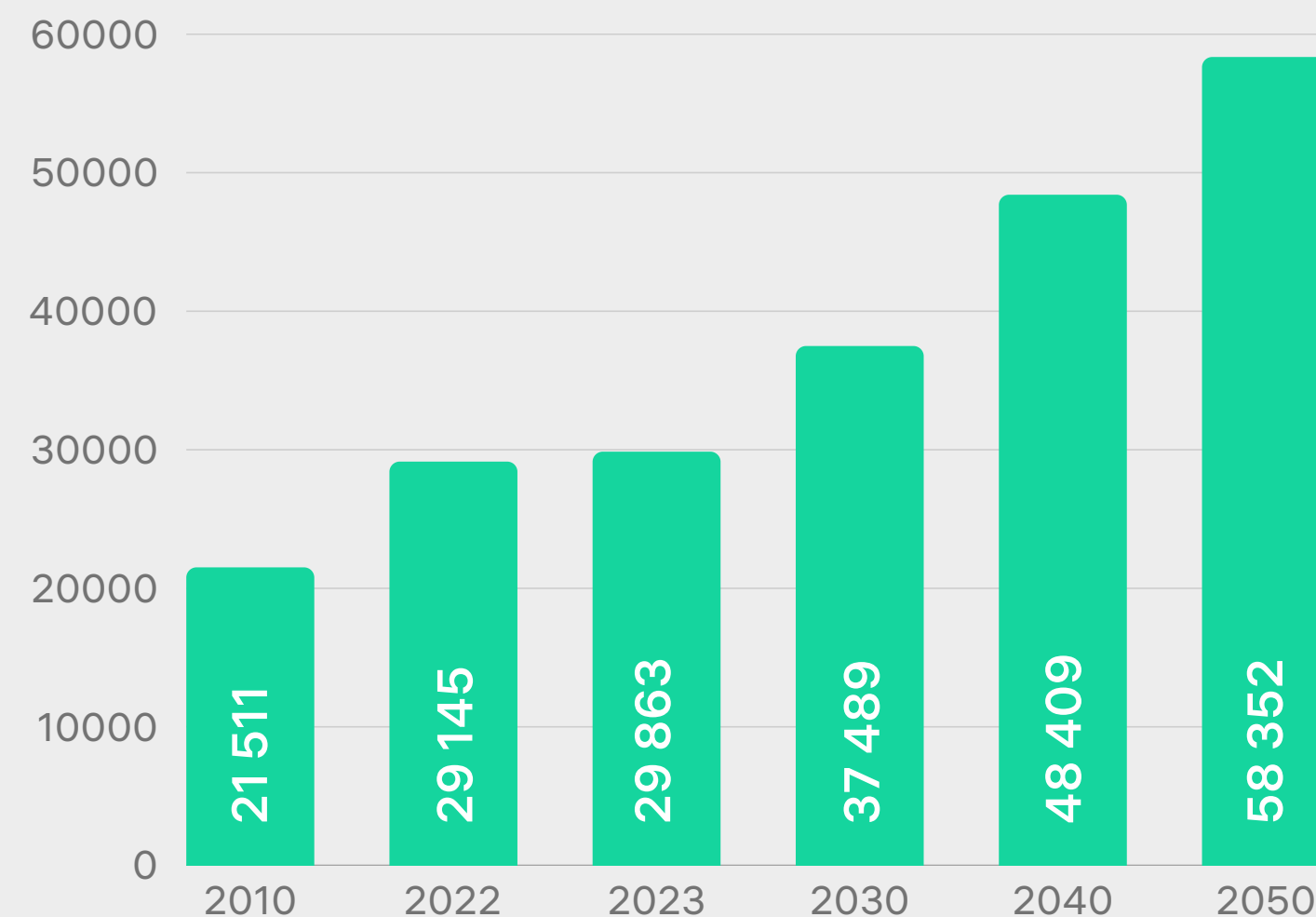
Рост генерации электроэнергии

Международное энергетическое агентство (IEA) прогнозирует, что генерация электроэнергии в мире к 2040 году увеличится на 62% и повысится на 95% за период с 2023–2050 гг. В абсолютном значении рост в производстве электроэнергии к 2040 году расширится до 48 409 ТВт*ч и до 58 352 ТВт*ч к 2050 году.

Согласно Всемирной Урановой Ассоциации (WNA), на долю ядерной энергетики приходится примерно 9% мирового производства электроэнергии, и она служит основным источником энергии на развитых рынках, таких как Европейский Союз (22.8%) и США (18.6%). Глобальные цели мировых правительств по снижению уровня выбросов углекислого газа в атмосферу на горизонте следующих десятилетий будут поддерживать стабильно высокий спрос на уран.

Импульс к его росту прежде всего будет исходить со стороны стран, которые вырабатывают значимую часть электроэнергии с помощью угля (Индия и Китай). Исходя из этого, мы позитивно смотрим на долевые инструменты компаний из сектора урановой промышленности, и текущая просадка их котировок создаёт возможность для инвестирования в них.

Рис 2. Глобальный рост производства электроэнергии, ТВт*ч



Источник: Cameco

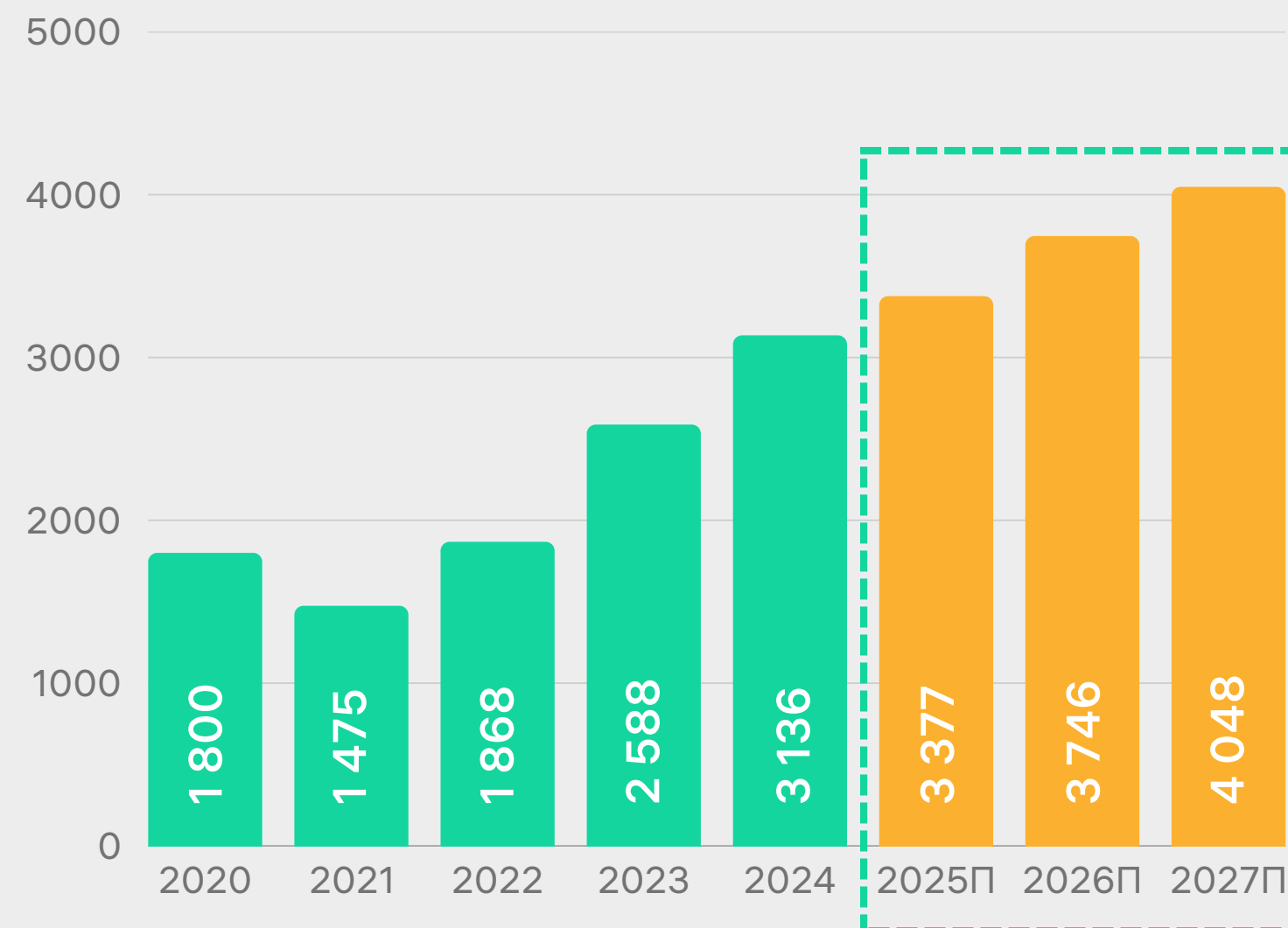
Улучшение финансовых результатов

Доходы компании сохранили двузначную динамику роста и увеличились в 2024 году на 21.2% до CAD3 136 млн, что почти эквивалентно суммарному объёму выручки 2020–2021 гг. Увеличение объёмов реализованной продукции, как и средней цены реализации урана оказали поддержку доходам Camesco.

Себестоимость в прошлом году выросла меньшими темпами, чем выручка и поднялась на 14.8% до CAD2 073 млн. В результате этого валовая прибыль выросла сразу на 36% и превысила CAD1 063 млн. Маржа валовой прибыли обновила максимум с 2019 года и увеличилась с 30.2% до 33.9%.

Общие и административные расходы подросли до CAD253 млн (+3.1%). Объём отчислений на износ и амортизацию вырос на 27.4% до CAD281 млн. Операционная прибыль в 2024 году практически удвоилась и достигла CAD475 млн в сравнении с CAD245 млн в 2023 году и убытком в CAD8 млн годом ранее. Маржа операционной прибыли выросла до многолетних максимумов и составила 15.1%.

Рис 3. Доходы компании, млн CAD



Источник: Capital IQ

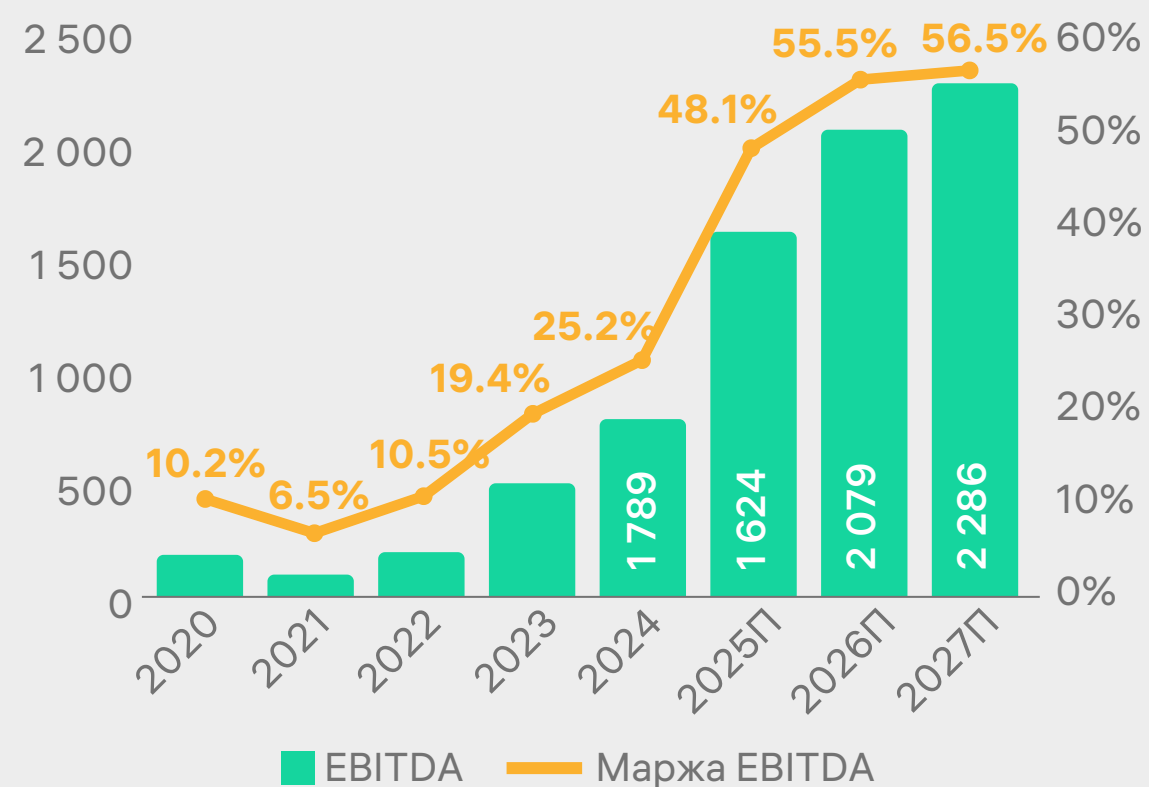
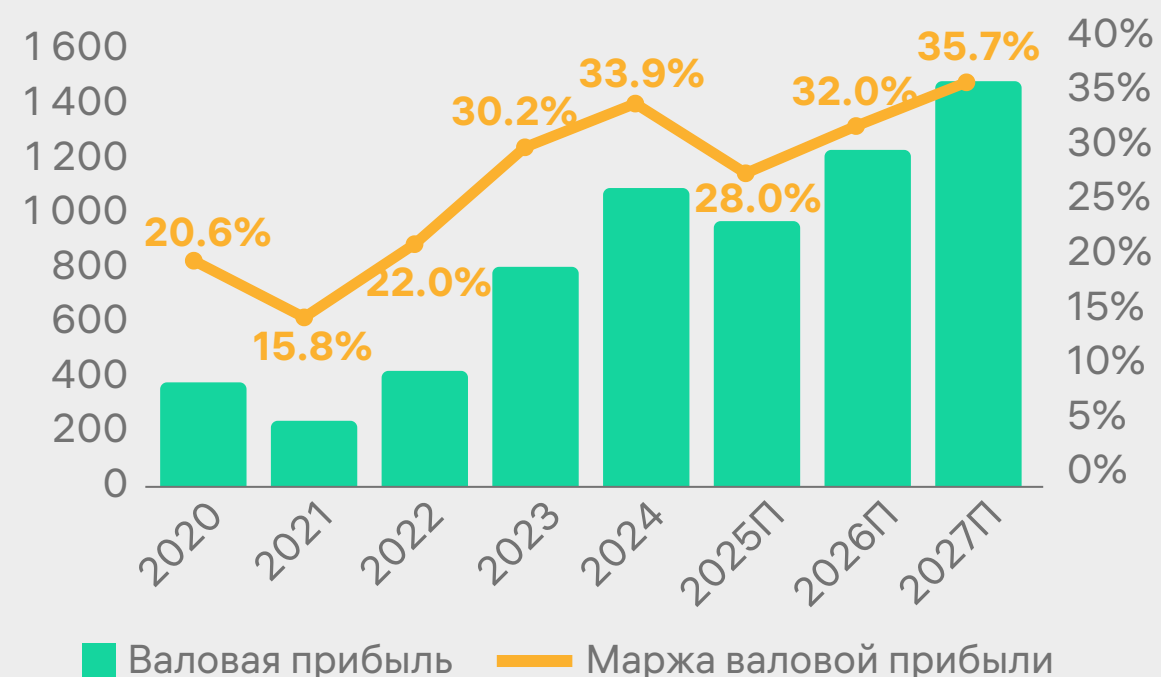
Прогнозный рост финансовых результатов

Доходы компании сохранили двузначную динамику роста и увеличились в 2024 году на 21.2% до CAD3 136 млн, что почти эквивалентно суммарному объёму выручки 2020–2021 гг. Увеличение объёмов реализованной продукции, как и средней цены реализации урана оказали поддержку доходам Camesco.

Себестоимость выросла меньшими темпами, чем выручка и поднялась на 14.8% до CAD2 073 млн. В результате этого валовая прибыль увеличилась сразу на 36% и превысила CAD1 063 млн. Маржа валовой прибыли обновила максимум с 2019 года и увеличилась с 30.2% до 33.9%. Процентные расходы Camesco увеличились сразу на 71.6% до CAD92 млн, а финансовые доходы уменьшились на 81% до CAD21 млн. Прибыль от курсовой переоценки выросла более чем в четыре раза и составила CAD66 млн в сравнении с CAD16 млн годом ранее.

В связи получением неденежного убытка от производных финансов инструментов в объёме CAD183 млн, Camesco в отчётном периоде зафиксировала снижение чистой прибыли сразу на 52% до CAD172 млн.

Рис 4. Финансовые показатели, млн CAD



Остальные драйверы

Тарифы Трампа. Мы разделяем мнение рынка, что тарифы новой администрации США в отношении канадского импорта не окажут крайне негативного влияния на деятельность компании. Мы полагаем, что весь негатив, вероятно, уже заложен в цене долевых инструментов Cameco, а учитывая высокую зависимость США от канадского урана и амбиции страны стать ядерной державой Вашингтон не сможет заменить и прекратить покупки радиоактивного металла из Канады.

Вашингтон в марте 2025 года наложил 10%-ные пошлины на импорт канадских энергетических ресурсов. Доля канадского урана в импортных поставках ядерного топлива в США составляет 40%. Эксперты полагают, что конечное бремя торговых ограничений ляжет на американских потребителей, которые в условиях драматичного падения его стоимости едва ли сократят покупки металла у Cameco, даже с учётом введения 10%-ных торговых пошлин.

Международные рейтинги. В декабре 2024 года международное рейтинговое агентство Standard&Poor's подтвердило рейтинг Cameco на уровне BBB-, повысив прогноз со стабильного на позитивный. Позитивный прогноз отражает ожидания Standard&Poor's увеличения прибыльности и снижения долговой нагрузки Cameco. По оценкам агентства значение показателя скорректированный долг/EBITDA к 2026 году снизится до 1.2x, а маржа скорректированной EBITDA увеличится значительно выше 30%. Рейтинговое агентство прогнозирует, что средние цены на уран будут находиться выше \$70 за фунт (текущий спот \$66 за фунт), что позволит компании реализовывать сырьё по более высоким ценам.

Комфортная долговая нагрузка. Долг Cameco снизился в 2024 году сразу на 28% до CAD1 296 млн, а чистый долг, в том числе ввиду увеличения объёма денежных средств сократился на 43% до CAD696 млн. Отношение показателя долг/EBITDA уменьшилось в прошлом году с 3.6x до 1.6x. Отношение показателя чистый долг/EBITDA составило 0.9x в сравнении с 2.4x в 2023 году. Текущие показатели долговой нагрузки значительно улучшились в отчётном периоде и находятся на достаточно комфортных значениях.

Риски

- **Дальнейшее снижение цен на уран.** Котировки урана пережили заметные темпы коррекции с февральских максимумов 2024 года и на сегодняшний день стабилизировались на отметках в \$64-66 за фунт. В случае если цены на металл возобновят нисходящую динамику это окажет негативное влияние на котировки урановых предприятий;
- **Обвал рынков.** Разворачивание крупномасштабных торговых войн между крупнейшими экономиками мира и вхождение их экономик в состоянии рецессии являются одними из главных опасений на рынке. Новые эпизоды падения рынка могут негативно отразиться на акциях урановых предприятий;
- **Снижение операционных показателей.** Проблемы в операционной деятельности Самесо могут негативно сказаться на объёмах производства урана и, как следствие, привести к снижению объёмов реализуемого сырья.

Выводы

В настоящий момент на рынке наметился тренд на разворот котировок металла и прогнозный рост спроса на уран способны оказать поддержку радиоактивному металлу. На наш взгляд, текущая коррекция в акциях урановых предприятий создаёт прекрасную возможность для инвестирования в растущую отрасль. По нашим ожиданиям, большая часть возможного негатива, в том числе и опасения относительно введения пошли на экспорт из Канады уже заложены в цену акций Cameco.

Дальнейшее расширение доли атомной энергетики в генерации электроэнергии в развитых странах и в мире, ожидаемый рост его потребления окажут поддержку ценам на уран, которые согласно прогнозным ожиданиям аналитиков, возобновят положительную динамику. Прогнозный рост выручки и прибыли, перспективы по восстановлению цен на уран, увеличение использования атомной энергетики в генерации электроэнергии за счёт планов мировых правительств по декарбонизации служат основными факторами инвестиционной привлекательности долевых инструментов Cameco. **Учитывая вышеизложенное, мы рекомендуем покупать акции Cameco с 3М ЦЦ на уровне \$54.5 за акцию.**

Финансовые показатели

Приложение 1. Бухгалтерский баланс

млн CAD	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Денежные средства и краткосрочные ЦБ	1 062	943	1 332	2 282	567	600
Дебиторская задолженность	334	215	282	216	424	350
Запасы	406	770	505	823	842	972
Прочие компоненты текущих активов	4	16	23	1	9	0
Итого текущие активы	1 807	1 945	2 142	3 322	1 842	1 923
Основные средства	3 721	3 772	3 577	3 473	3 369	3 287
Отложенные налоговые активы	956	937	938	984	893	843
Прочие компоненты долгосрочных активов	943	928	862	854	3 831	3 854
Итого долгосрочные активы	5 620	5 636	5 376	5 311	8 092	7 984
Итого активы	7 427	7 581	7 518	8 633	9 934	9 907
Кредиторская задолженность	100	137	213	250	100	130
Начисленные расходы	15	38	61	60	369	368
Текущая часть долгосрочного долга	0	0	0	0	500	287
Прочие компоненты текущих обязательств	162	128	139	251	221	401
Итого текущие обязательства	277	304	414	561	1 189	1 186
Долгосрочный долг	997	1 002	1 012	1 075	1 284	997
Прочие компоненты долгосрочных обязательств	1 158	1 317	1 246	1 161	1 366	1 359
Итого долгосрочные обязательства	2 155	2 318	2 258	2 236	2 651	2 357
Итого обязательства	2 432	2 622	2 672	2 797	3 840	3 543
Акционерный капитал	1 863	1 870	1 903	2 880	2 914	2 935
Дополнительно оплаченный капитал	235	237	230	225	216	211
Нераспределённая прибыль	2 826	2 736	2 640	2 696	2 980	3 099
Прочие компоненты собственного капитала	72	115	73	35	-15	119
Неконтролируемая доля	0	0	0	0	0	0
Итого собственный капитал	4 995	4 959	4 846	5 836	6 094	6 364
Итого собственный капитал и обязательства	7 427	7 581	7 518	8 633	9 934	9 907

Источник: Capital IQ



Финансовые показатели

Приложение 2. Отчет о прибылях и убытках

млн CAD	2019	2020	2021	2022	2023	2024	г/г
Выручка	1 863	1 800	1 475	1 868	2 588	3 136	21,2%
Себестоимость	1 192	1 430	1 242	1 457	1 806	2 072	14,8%
Валовая прибыль	671	370	233	411	782	1 063	36,0%
Маржа валовой прибыли	36,0%	20,6%	15,8%	22,0%	30,2%	33,9%	-
Общие и административные расходы	125	145	128	167	246	253	3,1%
Расходы на разведку и бурение	14	11	8	11	18	19	10,6%
Расходы на исследование и разработку	6	4	7	12	21	37	73,7%
Износ и амортизация	276	209	190	177	220	281	27,4%
Прочие операционные расходы (доходы)	24	38	13	52	32	-1	-104,4%
Операционная прибыль	227	-37	-113	-8	245	475	93,5%
Маржа операционной прибыли	12,2%	-	-	-0,4%	9,5%	15,1%	-
Чистый процентный доход (расход)	-31	-27	-33	-9	58	-71	-221,9%
Неоперационные доходы (расходы)	-61	24	43	102	184	-147	-180,2%
Доналоговая прибыль	135	-40	-104	85	487	257	-47,3%
Маржа доналоговой прибыли	7,2%	-	-	4,5%	18,8%	8,2%	-
Налоги	61	14	-1	-5	126	85	-32,8%
Чистая прибыль, приходящаяся	74	-53	-103	89	361	172	-52,4%
миноритариям	0	0	0	0	0	0	-64,5%
простым акционерам	74	-53	-103	89	361	172	-52,4%

Источник: Capital IQ

Приложение 3. Отчёт о движении денежных средств

млн CAD	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Чистый денежный поток от операционной деятельности	527	57	458	305	688	905
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	437	-101	-80	-1291	-2045	-206
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	-607	-98	-47	869	749	-688
Валютные корректировки	-7	-2	-2	13	31	23
Чистое увеличение (снижение) денежных средств	351	-144	329	-104	-577	34

Источник: Capital IQ



Контактная информация

Департамент торговых идей
E-mail dti@halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN

Factset
Halyk Finance

Департамент продаж
E-mail sales@halykfinance.kz

Refinitiv
Halyk Finance

Capital IQ
Halyk Finance



www.halykfinance.kz



+7 (727) 339 43 77



пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан

АО «HalykFinance» (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 «HalykFinance».

© 2025 г., все права защищены

