



Казахстан

Корпоративные облигации

19 января 2011 года

Казатомпром

Энергия без парниковых газов

Бакытжан Хошанов

bakytzhanh@halykbank.kz

7 (727) 2446984

Казатомпром – один из крупнейших в мире производителей урана. Низкая себестоимость добычи и ожидаемый рост цен на уран в долгосрочной перспективе обеспечивают компании высокую кредитную надежность. Как государственная компания, играющая стратегическую роль в экономике, Казатомпром также имеет безусловную государственную поддержку. Мы ожидаем, что доходность по облигациям компании будет снижаться благодаря улучшению суверенного рейтинга Казахстана и благоприятной динамике на урановом рынке. Кредитные риски, связанные с экспансией компании в технологически сложные процессы по преобразованию и обогащению урана, в значительной степени компенсируются сотрудничеством с лидерами отрасли.

- В следующее десятилетие ядерная энергетика будет расти быстрее, чем отрасль в целом, из-за международных усилий по ограничению выбросов парниковых газов. Несмотря на то, что до 2030 года будет выведено из эксплуатации около 60 реакторов, в течение следующих 10 лет будут дополнительно построены 220 единиц, из которых около 60 находятся на стадии строительства, а остальные 160 – на стадии проектирования. В результате спрос на уран возрастет.
- Вторичные источники урана, представленные в основном военными запасами, замещают ежегодно около 10600 тонн U_3O_8 глобального предложения, или 17,7%. При сохранении текущих темпов использования этих запасов они будут исчерпаны к 2013 году.
- Казахстан располагает вторыми по величине запасами урана в мире и в 2009 году стал крупнейшим производителем урана. На Казатомпром приходится половина добычи урана в Казахстане.
- Самостоятельная кредитная надежность профиль компании обеспечивается низким уровнем долга, стабильными операционными потоками, операционной прозрачностью и многоуровневым контролем над компанией. Фундаментальные показатели компании могут улучшиться в результате ожидаемого роста производства на совместных с мировыми лидерами предприятиях и планируемого расширения в высокодоходные процессы преобразования и обогащения урана.
- Основными рисками для компании являются регулятивные и политические риски ввиду повышенного внимания со стороны международных организаций, ядерных держав, а также частных крупных компаний. С производственной точки зрения весомый риск представляют перебои в поставках серной кислоты, которые ранее приводили к сокращениям производства. Однако, большая часть этих рисков компенсируются безусловной государственной поддержкой и сотрудничеством с лидерами отрасли.
- Доходность еврооблигаций Казатомпрома оценена рынком адекватно, учитывая то, что его OAS-спрэд находится на уровне сравнимых компаний. После размещения еврооблигаций в мае, их доходность уменьшилась, что было обусловлено, на наш взгляд, снижением страновых рисков.

Содержание

| | |
|-------------------------------------------------------------------|-----------|
| ОБЗОР ОТЧЕТА | 3 |
| Анализ уранового рынка | 5 |
| <i>Спрос и предложение</i> | <i>5</i> |
| <i>Рыночные цены</i> | <i>11</i> |
| <i>Регулирование индустрии</i> | <i>11</i> |
| Анализ компании | 12 |
| <i>Предыстория</i> | <i>12</i> |
| <i>Запасы, добыча и экспорт урана</i> | <i>13</i> |
| <i>Текущие и планируемые проекты по переработке продукции</i> | <i>16</i> |
| <i>Прибыльность, леввередж и покрытие процентных выплат</i> | <i>19</i> |
| <i>Финансовая модель</i> | <i>20</i> |
| Основные преимущества и риски | 22 |
| <i>Концентрированность индустрии и повышенный спрос</i> | <i>22</i> |
| <i>Крупные запасы и низкая себестоимость добычи</i> | <i>22</i> |
| <i>Ожидаемый роста производства</i> | <i>22</i> |
| <i>Нацеленность на расширение в преобразование и обогащение</i> | <i>22</i> |
| <i>Принадлежность государству и сильные финансовые показатели</i> | <i>22</i> |
| <i>Перебои в поставках серной кислоты</i> | <i>23</i> |
| <i>Регулятивные риски</i> | <i>23</i> |
| Анализ относительной стоимости | 23 |
| <i>Условия выпуска</i> | <i>23</i> |
| <i>Относительная стоимость</i> | <i>23</i> |
| Заключение | 25 |
| Приложение. Финансовая отчетность компании | |

Обзор отчета

Анализ уранового рынка

Основной продукт Казатомпрома (КАП) – урановый концентрат (U_3O_8), который в основном используется как сырье для производства топлива для ядерных реакторов.

Таким образом, конечными потребителями урана являются атомные реакторы. В 2009 году в целях производства ядерного топлива для реакторов было использовано 77 000 тонн U_3O_8 .

Ядерная энергия традиционно занимала вторые позиции -- 13% в глобальном производстве электричества, но в ближайшее время ее роль будет расти. Хотя в течение следующих двадцати лет планируется вывести из эксплуатации около 60 реакторов, они будут замещены более мощными. В настоящее время строится около 60 новых атомных станций и планируется подготовка к строительству еще 160 реакторов. В результате повысится спрос на уран.

Сдвиг в сторону атомной энергетики будет вызван международными мерами по снижению выбросов парниковых газов, а также ростом стоимости ископаемого топлива. Другие источники энергии не являются в настоящее время экономической альтернативой ввиду их высокой стоимости и удаленности от потребителей (солнечная, волновая, ветровая энергия) или сомнительной пользы для глобального климата (биотопливо).

Растущий спрос на энергию в основном исходит из стран, не являющихся членами ОЭСР, при этом на Китай приходится 36% от общего роста. Не случайно, что Китай планирует построить наибольшее количество атомных станций.

Цены на уран будут расти вместе со спросом и по мере роста предельных затрат на добычу урана.

Анализ компании

Глобальная урановая индустрия представляет собой олигополию, в которой 7 крупных игроков обеспечивают 85% мировых поставок урана.

Казатомпром имеет доступ к богатой ресурсной базе урана в Казахстане, позволяющей использовать подземное скважинное выщелачивание (ПСВ), сравнительно дешевый метод добычи.

Стратегия компании заключается в расширении бизнеса в производство ядерного топлива. В этих целях компания планирует запустить предприятие по производству гексафторида урана совместно с Camco, получить доступ к обогащательным технологиям в сотрудничестве с Росатом и наладить производство топливных сборок вместе с Areva. Данные проекты диверсифицируют бизнес КАП и позволят увеличить добавленную стоимость поставляемой продукции.

Компания имеет сильные финансовые показатели, низкий левередж и высокий коэффициент покрытия процентных выплат. Согласно нашей финансовой модели, ожидается дальнейшее улучшение этих показателей в результате роста производства на предприятиях, созданных совместно с мировыми лидерами индустрии.

Значительные регулятивные и политические риски. КАП подлежит регулированию со стороны Международного агентства по атомной энергии (МАГАТЭ), а также министерства индустрии и новых технологий Казахстана

(МИНТ). МАГАТЭ следит большей частью за техническими аспектами деятельности ядерных объектов. МИНТ имеет право разрешить или запретить компании работать с каким-либо ее потребителем путем выдачи или отзыва экспортных лицензий. Вместе с министерством по охране окружающей среды МИНТ также следит за безопасностью деятельности по добыче и транспортировке радиоактивных материалов.

С производственной точки зрения главным операционным риском являются перебои в поставках серной кислоты, которые ранее приводили к остановке производства. Для минимизации этого риска КАП запускает два сернокислотных завода, которые покроют до 30% от потребностей компании.

Относительная стоимость

В данном разделе мы сравниваем КАП с другими эмитентами. Так как основные поставщики урана являются крупными конгломератами с диверсифицированным бизнесом, для сравнения мы также используем международные компании и две казахстанские государственные компании из реального сектора. Сравнение показало, что доходность еврооблигаций КАП соответствует его кредитным рейтингам.

После размещения в мае 2010 года доходность облигации КАП снижалась в течение лета, но снова выросла в октябре, что было вызвано, на наш взгляд, ростом CDS Казахстана.

Анализ уранового рынка

Урановый концентрат извлекается из урановых руд, обрабатывается в процессе преобразования, обогащения и упаковки перед использованием в качестве топлива на ядерных реакторах. Преобразование представляет собой превращение концентрата в газообразный гексафторид урана (UF_6). В процессе обогащения¹ повышается содержание радиоактивного изотопа до необходимого для реакторов уровня. Обогащенный уран в форме диоксида (UO_2) упаковывается в топливные таблетки.

Спрос и предложение

Спрос на уран

В 2009 году спрос на урановый концентрат, по данным ВЯО, составил 77 000 тонн U_3O_8 . Основными потребителями являются 440 коммерческих ядерных станций с общей установленной мощностью 376 000 МВт.

Ядерная энергия никогда не доминировала в поставках электроэнергии. В 2009 году ядерные станции выработали 2 558 ТВт-ч или 13% от общей производства электроэнергии. Однако, глобальная ядерная индустрия явно находится на подъеме. В своем базовом сценарии ВЯО ожидает, что спрос на уран в течение следующих 10 лет вырастет на 33%, а мощности реакторов на 27%.

Международное энергетическое агентство прогнозирует рост спроса на энергию на 35% до 2035 года. При этом, 93% увеличения спроса приходится на страны, не являющиеся членами ОЭСР, и в частности на Китай - 36%.

Факторы, которые способствуют спросу на ядерную энергию, включают не только рост энергопотребления, но и относительно низкую себестоимость ядерной энергии в результате планируемого повышения цен на выбросы CO_2 . Безусловно, существуют факторы, которые сдерживают спрос на ядерные источники, например, увеличение коэффициента эффективности их использования. Вместе с тем преобладают факторы, повышающие спрос.

Таблица 1. Стоимость единицы ядерной энергии за один кВт-ч

| Стадия | Объем работ | Стоимость |
|------------------------------------------|---------------------------|--------------------|
| Урановый концентрат | 8,9 кг U_3O_8 X \$115.5 | \$1 028 |
| Преобразование | 7,5 кг of U X \$12 | \$90 |
| Обогащение | 7,3 EPP* X \$164 | \$1 197 |
| Сборка | 3а кг | \$240 |
| Стоимость 1 кг UO_2: | | \$2 555 |
| Выработка электроэнергии | из 1 кг UO_2 | 360,000 кВт-ч |
| Стоимость электроэнергии: | за кВт-ч | 0,71 центов |

* EPP (Единица разделительных работ) – объем энергии, необходимой для разделения изотопов U-235 and U-238, и используемой для измерения работ по обогащению.

** Предполагается коэффициент удельного выгорания, равный 45 000 МВт-дней на тонну, который обозначает количество энергии, которую можно получить из одной тонны топлива.

Источник: ВЯО.

¹ В природных урановых рудах содержание урана-235 составляет 0,7%, а оставшаяся часть – это уран-238. Для использования в реакторах необходимо довести содержание урана-235 до 3-5%.

Несмотря на то, что фактическая стоимость электроэнергии из ядерных источников будет зависеть от конкретных производственных показателей (Таб. 1), исторически в странах ОЭСР было выявлено, что в среднем стоимость такой электроэнергии составляет треть от стоимости энергии из угольных источников и четверть от стоимости энергии из газовых источников².

Другим фактором, увеличивающим спрос на ядерное топливо, является выбросы в атмосферу, которые многие страны согласились сократить. Так, согласно Киотскому протоколу страны-подписанты должны снизить выбросы парниковых газов, в том числе CO₂, на 5% от уровня 1990 года в течение 2008-2012 годов. Такая приверженность стран подразумевает снижение производства энергии из угля, основного источника атмосферных выбросов, в пользу других видов энергии, в том числе ядерной.

Вывод из строя ядерных реакторов

В противовес строительству новых реакторов часть действующих реакторов будет выведена из строя, что снизит спрос на уран атомными станциями. Так, к примеру, за период с 1996 года по 2009 год было построено 49 атомных станций, при этом 43 реактора было выведено из строя.

Вместе тем, такая динамика количества действующих реакторов характерна для рынков развитых стран, в которых энергопотребление растет медленными темпами. Масштабный рост мощностей атомных станций будет обеспечен развивающимися странами. В частности, по данным ВЯО, к 2020 году Китай планирует увеличить свои мощности с 8,6ГВт до 80ГВт (и до 200ГВт к 2030 году), а Россия намерена расширить мощности атомных станций с 23,2ГВт до 51ГВт.

Вдобавок, вновь строящиеся реакторы в большинстве случаев имеют большую мощность, чем замещаемые устаревшие установки. В результате, даже если количество реакторов растет медленно, мощность атомных станций возрастает существенно. Согласно расчетам ВЯО, до 2030 года около 60 реакторов будет выведено из строя, при этом в течение ближайших 10 лет будет построено около 220 единиц общей мощностью 239ГВт.

В целом считаем, что вывод из строя действующих реакторов будет в некоторой степени снижать спрос на уран, но масштабные программы по развитию атомной отрасли в ряде развивающихся стран больше, чем компенсируют данное снижение количество реакторов, значительно расширяя производственные мощности станций и повышая спрос на уран.

Необходимо отметить, что в результате землетрясения в июле 2007 года, была выведена из строя расположенная в Японии крупнейшая в мире станция мощностью 8 212МВт³ (2,1% от мировых мощностей). Приостановка данной станции негативно отразилось на мировом объеме производства электричества, снизившегося на 1,9% с 2 659 в 2006 году до 2 608 млрд. кВт-ч в 2007 году. Пониженный объем производства сохраняется, так как из семи реакторов только два были запущены в середине 2009 года. Мы ожидаем восстановления мирового производства электроэнергии атомными станциями до уровня 2006 года по мере ввода в эксплуатацию остальных реакторов на японской станции, а также ввода новых мощностей на других станциях.

² "Прогнозные затраты на выработку электроэнергии" (Изд. 2010), ВЯО (стр.59-61).

³ <http://www.power-technology.com/projects/kashiwazaki/>

Дизайны реакторов и спрос на уран

Чтобы лучше понять спрос на уран в целях производства ядерного топлива для ядерных реакторов, мы освещаем некоторые типы реакторов более детально.

Экономика масштаба в производстве реакторов привела к консолидации индустрии с преобладанием нескольких западно-японских альянсов, а именно Areva с Mitsubishi Heavy Industries, General Electric с Hitachi и Westinghouse, принадлежащий на 67% корпорации Toshiba. В этот список пытаются попасть компании из развивающихся рынков, в том числе Korea Hydro & Nuclear Power (KHNP) и Росатом.

В зависимости от поставщика ядерные реакторы разнятся по дизайну, но их основные принципы работы схожи. Два основных типа реакторов ВВЭР и ВВР, были разработаны еще в 1950-е годы и затем улучшались.

Таблица 2. Типы ядерных реакторов

| №. | Тип реактора | Страна-производитель | # | ГВт _э | Топливо | Тепло-носитель* |
|----|-------------------------------------------------|-------------------------------------|------------|------------------|-----------------------------------------|-----------------|
| 1 | Водо-водяной энергетический реактор (PWR) | США, Франция, Япония, Россия, Китай | 265 | 251,6 | Обогащенный UO ₂ | Вода |
| 2 | Кипящий водяной реактор (BWR) | США, Япония, Швеция | 94 | 86,4 | Обогащенный UO ₂ | Вода |
| 3 | Кипящий реактор на тяжелой воде "Candu" (PHWBR) | Канада | 44 | 24,3 | Природный UO ₂ | Тяжелая вода |
| 4 | Газовый реактор (AGR) | Соединенное королевство | 18 | 10,8 | Природный & обогащенный UO ₂ | CO ₂ |
| 5 | Реактор большой мощности канальный (РБМК) | Россия | 12 | 12,3 | Обогащенный UO ₂ | Вода |
| 6 | Быстрые реакторы (FNR) | Япония, Россия | 2 | 1,0 | PuO ₂ & UO ₂ | Жидкий натрий |
| | | Total: | 439 | 386.5 | | |

Источник: ВАО.

Почти все ныне действующие реакторы относятся к так называемому «Поколению II», а устаревшее «Поколение I» реакторов было выведено из строя. «Поколение III» является улучшением по отношению к Поколению II, увеличивая полезный срок (до 60 лет), снижая вероятность аварийности, увеличивая коэффициент выгорания и устраняя необходимость активного управления.

Поколение IV находится на ранней стадии разработки. Ожидается, что это будут быстрые реакторы с закрытым топливным циклом, использующие как актиниды, так и нуклиды. Использование актинидов увеличит эффективность использования топлива более чем в 60 раз.

Существуют некоторые более эффективные дизайны реакторов, использующие альтернативные источники топлива, такие как торий. Однако, они более капиталоемкие и их экономическая обоснованность еще под вопросом.

Соответственно, следующее поколение реакторов будет также основано на уране, обеспечивая спрос на него на десятилетия вперед.

Предложение

Первый цикл добычи урана происходил в 1945-1958 и был обусловлен военными мотивами, а второй цикл (1974-1983) был связан с ростом

потребления атомными электростанциями. После второго цикла до 2003 года темпы добычи замедлились в связи с низкими ценами на уран, которые не позволяли начать освоение новых месторождений.

В 2003 году в результате роста цен на уран стартовал третий цикл добычи, и сама ядерная индустрия в целом стала переживать «ядерный ренессанс».

В данный момент предложение урана обеспечивается за счет добычи на месторождениях, поставляющие 60 000 тонн U₃O₈ или 78% от общего объема мирового потребления. Остаток закрывается за счет так называемых вторичных источников, представляющих собой гражданские и бывшие военные запасы урана.

Среди вторичных источников урана необходимо отметить российско-американское соглашение от 1993 года «Мегаватты в мегатонны». По данному соглашению Россия обязуется преобразовать 500 тонн высокообогащенного урана (ВОУ), эквивалентного 20 000 боеголовкам, в низко-обогащенный уран (НОУ) для дальнейшей поставки на электростанции США. На 10 декабря 2010 года 403 тонны ВОУ были преобразованы в 11 648 тонн НОУ⁴, которые были основными вторичными источниками, закрывая дисбаланс между спросом и предложением. Из оставшейся 91 тонны ВОУ, подлежащей преобразованию до 2013 года, будет получено примерно 3 000 тонн НОУ или 30 000 тонн урана, что будет достаточно для закрытия рыночного дисбаланса еще на 2 года. По данным ВЯО, правительство США также обязуется преобразовать военные запасы в размере примерно 174 тонн ВОУ.

На глобальном уровне Казахстан располагает вторыми в мире запасами урана по каждой из категорий стоимости добычи урана (Таб. 3).

Таблица 3. Резервы урана в мире

| №. | Страна | <\$40/ кг U | <\$80/ кг U | <\$130/ кг U | Итого | % в общем |
|----|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
| 1 | Австралия | 1 196 | 1 216 | 1 243 | 3 655 | 28,1% |
| 2 | Казахстан | 517 | 752 | 817 | 2 086 | 16,0% |
| 3 | Канада | 352 | 423 | 435 | 1 210 | 9,3% |
| 4 | Россия | 84 | 495 | 546 | 1 125 | 8,7% |
| 5 | Южная Африка | 235 | 343 | 423 | 1 001 | 7,7% |
| 6 | Другие страны | 616 | 1 271 | 2 036 | 3 923 | 30,2% |
| | Итого | 3 000 | 4 500 | 5 500 | 13 000 | 100% |

Источник: МАГАТЭ, в тыс. тонн урана.

Зачастую объем запасов урана страны не всегда отражает ее ранжирование по объему добычи. Так, в 2009 году Казахстан вышел на первое место по объему добычи с 14 020 тоннами урана (28% от мировой добычи), а Канада (10 173 тонны) и Австралия (7 982 тонны) следовали за ним.

⁴ <http://www.usec.com/>

Таблица 4. Основные поставщики урана

| №. | Компания | Тонны, U | % в общем |
|--------------|-----------------|---------------|-------------|
| 1 | Areva | 8 623 | 17% |
| 2 | Cameco | 8 000 | 16% |
| 3 | Rio Tinto | 7 963 | 16% |
| 4 | КАП | 7 467 | 15% |
| 5 | АРМЗ | 4 624 | 9% |
| 6 | BHP Billiton | 2 955 | 6% |
| 7 | Navoi | 2 429 | 5% |
| 8 | Uranium One | 1 368 | 3% |
| 9 | Paladin | 1 210 | 2% |
| 10 | GA/Heathgate | 583 | 1% |
| | Другие компании | 5 550 | 11% |
| Итого | | 50 772 | 100% |

Источник: ВЯО.

На уровне компаний добыча урана отличается высокой концентрированностью игроков, что является особенностью ядерной индустрии в целом. Первые 10 добывающих компаний произвели 89% от всей мировой добычи урана в 2009 году (Таб. 4)

Чтобы осветить текущую ситуацию и перспективы поставок урана, мы предоставляем информацию, основанной на данных ВЯО, по четырем основным странам-поставщикам урана.

Канада

Канада долгие годы являлась мировым лидером по производству урана, но в 2009 году с объемом добычи 10 173 тонн урана уступила свое лидерство Казахстану. 85% добываемого урана экспортируется, остальное потребляется на внутреннем рынке.

Канада останется одним из основных поставщиков урана на мировой рынок, особенно в США. Основными добывающими компаниями в Канаде являются Cameco и Areva.

Канадские месторождения расположены, в основном, в провинции Саскачеван и имеют самое высокое в мире содержание урана, достигающее 20% (например, месторождение McArthur River). Добыча ведется подземным шахтным и открытым способами.

Объем производства достиг пика в 14 173 тонны U_3O_8 в 2001 году и затем стал снижаться. Однако, после ввода в 2013 году крупного месторождения Cigar Lake объем производства снова будет расти. Резервы указанного месторождения составляют 80 500 тонн урана со средним содержанием 17%, а объем добычи прогнозируется на уровне 6 924 тонн урана в год.

Австралия

Занимая третье место по добыче в 2009 году, Австралия на данный момент ведет добычу на трех месторождениях. Из них наиболее крупными являются Ranger и Olympic Dam, которые в 2009 году произвели 9 613 тонны U_3O_8 (93% от общего объема добычи страны). Содержание урана на месторождении Ranger составляет 0,14%, а на Olympic Dam – 0,06%. Месторождение Ranger принадлежит Energy Resources of Australia, дочерней организации Rio Tinto, а Olympic Dam принадлежит BHP Billiton.

Так как Австралия не располагает собственными атомными электростанциями, весь объем добываемого ею урана экспортируется, в том числе в Северную Америку (35,5%), в основном США, в ЕС (32,9%) и Азию (31,6%), в основном Японию.

Располагая богатыми запасами, Австралия имеет огромный потенциал роста производства. Как минимум, два крупных месторождения будут запущены в 2011-2012, Honeytoon и Four Mile. Содержание металла на месторождении Honeytoon составляет 0,24%, при объеме запасов в 2 900-3 300 тонн U_3O_8 . Добычу будут вести Uranium One и Mitsui. На месторождении Four Mile содержание урана составляет 0,33%, а запасы – 32 000 тонны U_3O_8 . Добывающей компанией станет Quasar Resources.

Россия

Единственной добывающей компанией в России является Атомредметзолото (АРМЗ), подразделение Росатома по добыче урана. 85% урановых ресурсов России расположены в Эльконской группе месторождений в Якутии.

Несмотря на то, что объем добычи в России ранее был относительно небольшим, АРМЗ планирует значительно увеличить добычу с 3 564 тонн урана в 2009 году до 18 000 тонн U_3O_8 к 2020.

Большая часть текущего производства обеспечивается за счет месторождений, управляемых ОАО «Приаргунское производственное горно-химическое объединение (ППГХО)», запасы которых составляют 133 000 тонн урана. Их среднее содержание составляет 0,159% урана.

Планируемое в дальнейшем расширение добычи будет поддерживаться вводом новых месторождений в Бурятии, Кургане и Республике Саха. Для финансирования разведочных работ Россия планирует привлечь иностранных инвесторов, в том числе из Японии, Южной Кореи и Китая.

Помимо увеличения производства в России, АРМЗ планирует к 2020 году увеличить добычу урана на казахстанских СП до 6 000 тонн, а на совместных предприятиях на Украине, в Узбекистане и Монголии – до 4 500 тонн.

Намибия

За последние шесть лет Намибия больше, чем в два раза увеличила производство урана с 2 036 тонн урана в 2003 до 4 626 тонн в 2009. 76% данного роста добычи было осуществлено за счет месторождения Rossing. Данное месторождение является третьим в мире по величине с объемом запасов 60 000 тонн урана и средним содержанием 0,031% урана. Rossing принадлежит Rio Tinto на 69%.

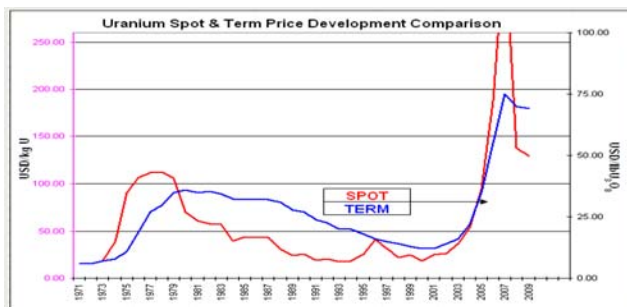
В Намибии добыча ведется также на месторождении Langer Heinrich с объемом запасов 46 500 тонн урана и средним содержанием 0,01% урана. Месторождение принадлежит Paladin Energy, которое планирует увеличить производство до 2 000 тонн в год к середине 2011 года.

Кроме того, существуют еще несколько проектов по добыче урана с участием Areva, Rio Tinto и АРМЗ, но большинство из них находятся на стадии разработки.

Рыночные цены

Особенностью цен уранового рынка является их долгосрочная природа и соответственно устойчивость. Цена на уран была ниже \$100 за кг U вплоть до 2000 года, затем резко начала расти, провоцируя третий разведочный цикл, и снова стала снижаться после 2007 года.

Рисунок 1. Рыночные цены на уран



Источник: МАГАТЭ.

Существует два основных индикатора цен. «Спотовая цена» котируется тремя американскими компаниями Ux Consalting, TradeTech и Energy Intelligence, которые собирают данные по спотовым сделкам, в том числе между трейдерами урана, такими как банки. «Срочная цена» представляет собой среднюю цену по долгосрочным контрактам, и является более показательной, так как отражает цены, заключаемые непосредственно между поставщиками и потребителями на долгосрочную перспективу.

Казатомпром осуществляет продажу урана по спотовым и фиксированным ценам в соотношении 60%/40% соответственно. «Фиксированная цена» устанавливается по «методу базовой эскалации». Согласно данному методу фиксированная цена рассчитывается как средневзвешенное значение спотовой цены и индикатора цены, который обычно превышает спотовую цену.

Принятый в 2008 году Закон «О трансфертном ценообразовании» применяется к экспортным товарам, включая уран, и устанавливает повышенную ставку налогообложения в случае превышения контрактной цены над спотовой ценой. В результате, к контрактам с фиксированными ценами применяется повышенное налогообложение. Это подталкивает компанию к заключению контрактов на основе спотовых цен, что снижает ее маркетинговые возможности.

Регулирование индустрии

На национальном уровне Казатомпром регулируется МИНТ, а также подведомственным ему Комитетом по геологии и недропользованию (КГН) и Комитетом по атомной энергетике (КАЭ).

МИНТ наделен полномочиями выдавать права на недропользование (обычно на 25 лет), а также экспортные лицензии на поставку урана зарубеж. Таким образом, выдавая или отзывая экспортные лицензии, МИНТ фактически имеет контроль над составом потребителей КАП.

КГН, наряду с министерством по охране окружающей среды, осуществляет надзор над работами по добыче, а КАЭ регулирует хранение и транспортировку радиоактивных материалов.

На международном уровне некоторые объекты КАП регулируются международными агентствами, в том числе МАГАТЭ, одной из функций

которой является проведение инспекций в рамках Договора о нераспространении ядерного оружия (ДНЯО).

ДНЯО, к которому присоединился и Казахстан, обязывает страны-подписанты не передавать ядерное оружие и технологии другим сторонам, за исключением деятельности, проводимой с целью «развивать исследования, производство и использование ядерной энергии в мирных целях». Следовательно, если сохраняются мирные цели деятельности, то никакие юридические последствия из договора не следуют.

В соответствии с гарантийными соглашениями с МАГАТЭ, компания предоставляет ей отчеты по своей деятельности, связанной с радиоактивными материалами на регулярной основе. Кроме того МАГАТЭ вправе проводить незапланированные инспекции ядерных материалов, анализируя записи по ним и осуществляя самостоятельные замеры. Инспекциям МАГАТЭ подлежат два объекта компании: 1) МАЭК (ввиду наличия выводимого из эксплуатации реактора БН-350); и 2) Ульяновский завод (ввиду осуществления деятельности с обогащенным ураном).

В 2004 году Казахстан подписал Дополнительный протокол с МАГАТЭ и ратифицировал его в 2007 году. Согласно данному протоколу до 15 мая ежегодно Казахстан может предоставлять дополнительные данные по своим ядерным объектам, не только по радиоактивным материалам.

Анализ компании

Предыстория

История атомной индустрии Казахстана начинается в 1940-х годах, когда проводились первые разведочные работы. Официально компания была впервые основана в 1997 году по указу Президента РК.

После основания компании ей были переданы геологоразведочная «Волковгеология» и «Ульбинский металлургический завод». В начальный период основными задачами являлись обновление устаревающего производства и приостановление утечки квалифицированного персонала.

Впоследствии, благодаря усилиям компании производство урана в Казахстане увеличилось с 795 тонн в 1997 до 14 020 тонн в 2009, что вывело страну на первое место в мире по производству урана. Данное достижение частично стало следствием прагматичной политики по привлечению мировых лидеров в урановую индустрию Казахстана путем создания с ними совместных предприятий. Посредством таких предприятий КАП снижает затраты на добычу урана и получает технологий от этих компаний.

В данное время Казатомпром является энергетическим холдингом, основной продукции которого является урановый концентрат (U_3O_8). На концентрат приходится 70% доходов компании. Кроме того, КАП производит тантал и бериллий, а также поставляет тепло, электричество и опресненную воду в г. Актау.

В ближайшее время КАП планирует расширение своего бизнеса в области с более высокой добавленной стоимостью, в том числе в производство гексафторида урана и обогащение, а также в производство топливных сборок и проектирование ядерных реакторов.

Запасы, добыча и экспорт урана

Запасы

Для любой добывающей компании резервы являются одним из основных факторов, влияющих на их кредитный профиль, и по данному показателю компания сильна.

КАП имеет доступ к богатым запасам урана страны в объеме 569 609 тонн (разведанные и оценочные запасы по казахстанской методологии). Урановые месторождения расположены в основном на юге-востоке страны и номинально поделены на шесть провинций.

Запасы месторождений, которые компания разрабатывает самостоятельно или совместно с иностранными компаниями приведены в Таб.5. С учетом объема добычи 14 020 тонн в 2009 году, средний срок разработки месторождений составляет 40 лет.

Таблица 5. Урановые месторождения Казахстана

| Наименование | Запасы ⁵ , тонны U | Добывающая компания | Основной партнер | Доля КАП |
|--------------------------------------------|-------------------------------|---------------------|---------------------------|----------|
| Мынкудук (участки Центральный и Восточный) | 67 894 | КАП | – | 100% |
| Южный и Северный Карамурун | 28 413 | КАП | – | 100% |
| Канжуган | 20 434 | КАП | – | 100% |
| Уванас | 6 017 | КАП | – | 100% |
| Моюнкум (участок 1-юг) | 5 686 | КАП | – | 100% |
| Мынкудук (участок Западный) | 24 845 | Аппак | Sumitomo, Kansai Electric | 65% |
| Ирколь | 29 143 | Семизбай-У | CGNPC | 51% |
| Семизбай | 17 108 | | | |
| Инкай (участки 1-3) | 159 600 | Инкай | Cameco | 40% |
| Моюнкум (участки 1-север и Торткудук) | 52 352 | КАТКО | Areva | 49% |
| Буденовское (участки 1,3,4) | 25 100 | Акбастау | Росатом | 50% |
| Заречное | 18 694 | Заречное | Росатом | 49.67% |
| Южное Заречное | | | | |
| Буденовское (участок 2) | 16 929 | Каратау | Uranium One | 50% |
| Ақдала и Инкай (участок 4) | 38 230 | Бетпақдала | Uranium One | 30% |
| Северный Харассан (участок 1) | 34 340 | Кызылкум | Uranium One, Energy Asia | 30% |
| Северный Харассан (участок 2) | 24 824 | Байкен-У | Energy Asia | 5% |
| Итого | 569 609 | | | |

Источник: данные компании.

Добыча

Перед началом добычи разведочными работами занимается дочерняя организация «Волковгеология», которая планирует довести объем добычи в Казахстане до 25-30 тыс. тонн в год. Работами по добычи урана управляет другая дочерняя организация «Горнорудная компания».

⁵ Расчеты приведены согласно казахстанской методологии, так как данные по запасам многих месторождений доступны только по ней.

Урановые руды залегают в песчаных породах, имеют относительно низкое содержание урана (0,1%), но позволяют добычу методом «подземного скважинного выщелачивания (ПСВ)», относительно дешевого метода добычи. По сравнению с добычей подземным шахтным методом или карьерным способом ПСВ имеет более низкую себестоимость, так как предполагает меньший объем извлекаемых пород. Кроме того, ПСВ снижает подверженность радиоактивным материалам, извлекая их меньшим объемом.

Несмотря на очевидные выгоды ПСВ, данный метод не везде применим, и требует наличия песчаных пород, а также удаленность от источников питьевой воды. Согласно данным ВЯО на ПСВ приходилось 36% от мирового объема добычи.

Совместные предприятия

На совместные предприятия КАП приходится значительная часть его консолидированного объема добычи, равнявшейся 50% в 2009 году.

Акбастау и Заречное

СП Заречное было основано в 2001 году с участием компании и Росатома (по 49,67%), а также одной кыргызской компании. СП Акбастау было сформировано в 2006 году с равным участием компании и АРМЗ.

Данные СП были организованы на основании соглашения о сотрудничестве в области атомной энергетики между Россией и Казахстаном от 1998 года, при этом продукция данных СП должна была поставляться в Россию для обогащения. В 2009 году объем их производства составил 884 тонны и может достичь 4000 тонн урана к 2014 году.

В 2010 году АРМЗ получил согласие от правительства Казахстана по увеличению своей доли в канадской компании Uranium One с 23,1% до 51%. В этих целях АРМЗ обязывался выплатить Uranium One \$610 млн. наличными и внести свои доли участия в указанных проектах в обмен на вновь выпущенные акции Uranium One.

Uranium One является уранодобывающей компанией, чьи основные производственные активы расположены в Казахстане. Помимо приобретаемых долей в Акбастау и Заречное, Uranium One владеет долями в трех других нижеперечисленных проектах, а также месторождениями в США и Австралии.

На дату подготовки данного отчета было объявлено о завершении сделки АРМЗ по приобретению акций Uranium One.

Каратау, Кызылкум и Бетпақдала

Данные СП были организованы в 2004-2005 с Uranium One, кроме Кызылкум, в котором участником также выступает консорциум японских компаний Energy Asia Limited⁶ с 40%-ной долей. КАП владеет 30% в проектах Бетпақдала и Кызылкум и 50% в Каратау.

Указанные СП имеют лицензию на добычу на участках Буденовское 2, Акдала, Инкай 4 и Северный Харассан 1, объем добычи на которых в 2009

⁶ Консорциум состоит из Marubeni Corporation, Tokyo Electric Power Co., Toshiba Corp., Chubu Electric Power Co., Tohoku Electric Power Co. и Kyushu Electric Power Co.

году составил 3 373 тонн урана. К 2014-2015 годам объем производства должен достичь 9 000 тонн.

КАТКО

Основанное в 1996 году, это СП принадлежит компании (49%) и концерну Areva (51%), при этом вся продукция реализуется последнему. Работая на месторождении Моюнкум с 2005 года, СП произвело 3 145 тонн урана в 2009 и планирует довести производство до 4 000 тонн к 2012. Основная часть затрат по разработке приняло на себя Areva, инвестировав около \$260 млн. в 2004-2008.

Инкай

СП основано в 1997 году при участии компании (40%) и канадской Camesco (60%). Продукция от данного СП реализуется участниками в соответствии с их долями. Разрабатывая участки Инкай 1-3, данное СП произвело 916 тонн урана в 2009 году и планирует довести добычу до 1000 тонн.. Затраты на добычу были профинансированы за счет кредитной линии Camesco в размере \$370 млн.

Байкен-У и Аппак

Данные СП были организованы совместно с японскими компаниями в 2005-2006. В проекте Аппак участвуют компания (65%), Sumitomo Corporation (20%) и Kansai Electric Power Co. (15%), а Байкен-У принадлежит компании (5%) и Energy Asia Limited.

В соответствии с соглашением от 2006 года для финансирования начальных затрат для разработки проекта Аппак, Sumitomo, Kansai Electric, а также Japan Bank for International Corporation, Citibank NA и Mizuho Corporate Bank предоставили заемные средства в общем объеме \$92 млн. Вся продукция от проекта Аппак реализуется японским компаниям.

СП Аппак произвело 300 тонн в 2009 году, и с 2010 года планирует производить по 1 000 тонн урана в год.

Семизбай-У

Семизбай-У основано в 2006 как компания, полностью принадлежавшее КАП, а в 2008 CGNPC приобрел в нем 49% доли участия. Семизбай-У приступил к добыче в 2007 году, и в 2009 произвел 511 тонн урана. К 2011-2012 производство урана планируется довести до 1 250 тонн урана. Вся продукция реализуется Beijing Sino-Kaz Uranium Resources для дальнейшего использования на реакторах CGNPC.

В целом, на данный момент много компаний работает в урановой индустрии Казахстана, при этом заметно усилилось сотрудничество с Россией и Китаем, последний из которых рассматривается компанией как один из основных рынков сбыта.

Экспорт

Произведенную продукцию компания реализует China Nuclear Energy Industry Corporation, Nukem Inc (США), Korea Hydro & Nuclear Power Company, CGNPC (Китай) и Itochu Corporation (Япония), на каждого из которых приходится не менее 10% экспорта и 86% в совокупности.

Текущие и планируемые проекты по переработке продукции

Ульбинский металлургический завод (УМЗ), топливные таблетки и порошки

КАП является мажоритарным акционером УМЗ, который обрабатывает большую часть уранового концентрата. УМЗ также производит бериллий и тантал, однако их производство снизилось на фоне снижения спроса на них в 2009 до 884 и 159 тонн соответственно.

Ранее УМЗ поставлял топливные таблетки на российские реакторы типа ВВЭР и РБМК, и был один из немногих поставщиков таких таблеток. Однако, с запуском новых мощностей на ТВЭЛ, Россия приостановила свои заказы таблеток с УМЗ в 2008 году.

Westinghouse

Для поддержания своего бизнеса по производству топливных таблеток КАП инициировал несколько проектов. В 2007 КАП приобрел 10% в Вестингхаус, который спроектировал около 21% всех реакторов в мире, за \$540 млн в целях поставки своего топлива на реакторы Westinghouse после получения сертификации.

КАП имеет опцию продать обратно свою долю в Westinghouse в случае если сертификация не пройдет успешно. Данная опция действует до февраля 2013 года. Цена обратной продажи должна равняться не менее 90% от изначальной цены покупки.

Примечательно, что в том же 2007 году Westinghouse получил право на строительство 4 реакторов новейшего типа AP1000 в Китае, первый из которых будет введен в эксплуатацию в 2013 году. Более того, из 60 реакторов, которые Китай планирует запустить до 2020 года, около половины может быть построено Westinghouse⁷.

Так как Китай является одним из основных рынков сбыта КАП, мы ожидаем более интенсивное сотрудничество между компанией и Westinghouse, особенно после 2013 года. Это сотрудничество также подкрепляется участием Toshiba Corp. – мажоритарного акционера Westinghouse (67%) – в проектах Северный Харассан 1-2 через Energy Asia Limited.

IFASTAR

В результате соглашений, достигнутых в 2008 с Areva, в рамках СП Integrated Fuel Asia Star (IFASTAR) КАП планирует запустить завод по производству топливных таблеток мощностью 1200 тонн в год, из которых 400 тонн будут производиться для реакторов французского дизайна.

Nuclear Fuel Industries

В рамках соглашений с Kansai Electric Power Company, Japan's Nuclear Fuel Industries и Sumitomo Corporation, КАП планирует начать поставки порошка UO₂ на японский рынок, являющийся третьем в мире по объему после США и Франции.

⁷ <http://www.businessweek.com/news/2010-11-25/westinghouse-expects-ap1000-reactor-orders-from-china.html>

год. Самесо является мировым лидером в области услуг по преобразованию урана, контролирующим 35% всех мощностей таких услуг в западных странах.

Центр по обогащению урана

КАП планирует расширение в услуги по обогащению. В этих целях, компания создала Центр по обогащению урана (ЦОУ) с российским Техснабэкспорт (ТЕНЭКС) с равным участием сторон. Это СП исследует возможность приобретения компанией доли в одном из обогатительных заводов России.

В соответствии с изначальными соглашениями от 2006 года планировалось, что будет создан новый завод в Ангарске с мощностью 5 млн ЕРР. Однако, в июле 2010 года согласно дополнительным договоренностям между компанией и Росатом, эти планы были изменены. В данный момент рассматривается возможность покупки миноритарной доли в Уральском электрохимическом комбинате (УЭХК), принадлежащий ТВЭЛ.

Из четырех основных обогатительных заводов общей мощностью 24 млн ЕРР, УЭХК располагает наибольшей мощностью (10 млн ЕРР) и располагает наиболее современными технологиями, способным обогащать уран до 30% против 5% на других заводах.

Предложение Россией доли в УЭХК должно рассматриваться на фоне проводимой АРМЗ сделкой по приобретению мажоритарного участия в Uranium One, крупной добывающей компании Казахстана.

Необходимо отметить, что увеличение доли АРМЗ в Uranium One является снижением влияния JUMI, так как изначально АРМЗ и JUMI владели сравнимыми долями в Uranium One (примерно по 20%). При этом потенциальная доля JUMI была структурирована в виде облигаций на CAN\$270 млн., которые могли быть сконвертированы в простые акции Uranium One с согласия регуляторов Казахстана.

Мы расцениваем последние события как позитивные для КАП, так как в обмен на мажоритарное участие Росатома в Uranium One, КАП может получить доступ к новейшим обогатительным технологиям России.

Международный центр по обогащению урана

Помимо ЦОУ, компания и ТЕНЭКС создали Международный центр по обогащению урана (МЦОУ), целью которого является предоставление обогащенного урана странам, не обладающим ядерными технологиями, для устранения необходимости обогащения ими урана.

ТЕНЭКС планирует снизить свою долю с 90% до 51% по мере того, как другие страны будут присоединяться к данному СП. Среди потенциальных других стран-участниц отмечаются Армения, Украина, Бельгия, Южная Корея и Финляндия.

Выводы

В случае реализации вышеназванных планов, компания овладеет технологиями полного ядерного цикла от добычи до обогащения. Это улучшит кредитный профиль компании ввиду диверсификации ее бизнеса и расширения в сегменты с более высокой маржой прибыли.

Теоретически регуляторные вопросы, в том числе режим нераспространения, могут помешать компании реализовать свои планы, особенно если принять во внимание то, что технологии по обогащению расцениваются как

государственный секрет по российскому законодательству. Вместе с тем Казахстан внес весомый вклад в развитие режима нераспространения, избавившись от четвертого в мире ядерного арсенала в 1990-е, и является одним из приверженцев данного режима. Соответственно, мы расцениваем регуляторные риски как умеренные.

Редкоземельные металлы

В рамках сотрудничества с Японией, наиболее крупного мирового импортера редкоземельных металлов, в марте 2010 года КАП создал СП Summit Atom Rare Earth Company (SARECO) совместно с Sumitomo Corporation. Это СП, в котором КАП владеет 51%, будет использовать как сырьевую базу остаточные материалы от добывающей деятельности на действующим урановых месторождениях, а также месторождения редкоземельных металлов.

Несмотря на то, что этот проект находится на проектной стадии, мы ожидаем его ускоренное развитие, что связано с 7-кратным ростом цен на редкоземельные металлы за последние 6 месяцев. Стремительный рост цен обусловлен ограничения Китая экспортных квот на 72%, который является ведущим поставщиком редкоземельных металлов.

Прибыльность, левередж и покрытие процентных выплат

Прибыльность

Так как основная часть доходов компании приходится на продажу уранового концентрата, этот сегмент является основным драйвером ее прибыльности (Таб.6).

Таблица 6. Статьи доходов компании (млн. тенге)

| Наименование | 2007 | 2008 | 2009 | 1П2010 |
|--------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Уран | 78 667 | 73 785 | 116 643 | 64 329 |
| Энергия | 17 971 | 20 045 | 24 717 | 13 519 |
| Бериллий | 4 854 | 5 032 | 2 952 | 1 572 |
| Тантал | 2 731 | 5 072 | 4 811 | 2 682 |
| Прочее* | 13 535 | 23 170 | 29 383 | 11 344 |
| Итого | 117 758 | 127 105 | 178 507 | 93 447 |

* Эта статья включает доходы от услуг по транспортировке, бурению и переработке урана, предоставляемых КАП компаниям-партнерам.

Источник: данные компании.

После достижения пика в \$159 за кг U₃O₈ в 2007, средняя цена в дальнейшем падала, снижая показатели прибыльности, ROA и ROE, с 14,5% и 19,3% в 2007 до 4,1% and 7,4% в 1П2010, соответственно.

Мы ожидаем роста объемов прибыли в абсолютном выражении, даже если цены останутся на прежнем уровне, так как ожидается существенный рост производства на уранодобывающих СП компании.

Лeverедж и покрытие процентных выплат

Лeverедж компании исторически был низким, отношение обязательства к собственному капиталу оставалось ниже X0,8 в 2007-1П 2010.

Долг компании значительно вырос с T37,8 млрд. в конце 2007 до T127,4 млрд. в конце 1П 2010 в результате увеличения долгосрочных банковских займов, формирования финансовых обязательств от выбытия долей участия в некоторых СП, а также размещения еврооблигаций на \$500 млн. в 1П 2010.

Однако, увеличение долга нивелируется приростом собственного капитала за счет получения крупной прибыли в 2007-1П2010, при этом доля меньшинства выросла вдвое до T12 млрд., а нераспределенная прибыль выросла на 47% до 211,6 млрд.

Ввиду увеличения долга, процентные выплаты также увеличились с T2,5 млрд. в 2007 до T7,8 млрд. в 2009, что сократило коэффициенты покрытия процентных выплат. К примеру, соотношение EBIT к процентным выплатам снизилось с X21,2 в 2007 до X6,2 в 1П2010.

Финансовая модель

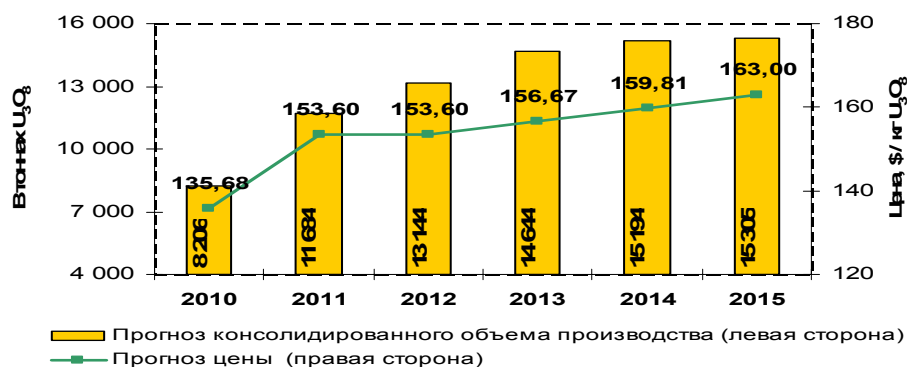
Допущения

Мы составили финансовую модель на следующие пять лет, раскрываемую в приложении. Для получения объемов продаж мы рассчитали консолидированный объем производства КАП, предполагая, что его фактические доли в продукции СП равны его долям участия в них.

Так как производство СП начало расти до плановых объемов, основной прирост добычи будет обеспечен за счет СП.

Относительно прогноза цены необходимо отметить, что вторичные источники не смогут закрывать разрыв между спросом и предложением, начиная с 2013 года. Поэтому мы предполагаем, что цены будут неизменными до этого года, и затем начнут расти на 2% ежегодно. Это довольно консервативный прогноз и фактическое изменение цен может быть намного благоприятней для компании.

Рисунок 2. Прогноз цены урана и объемов производства компании



Источник: расчеты Халык Финанс

Несмотря на то, что цена имеет некоторое влияние, по нашей модели, умеренное ее изменение ($\pm 20\%$) не приводит к значительным изменениям показателей финансовой деятельности компании. В частности, леввередж и ее способность погасить долговые обязательства существенно не меняются. Мы предполагаем, что курс USD/KZT останется неизменным в рассматриваемом периоде.

Касательно капитальных затрат по СП мы предполагаем умеренное в них участие компании, и соответственно скорректированное ее участие в доходах от продаж. Для отражения этого факта мы снижаем объем продаж компании с дисконтом на 20%.

Планируемое компанией расширение в услуги по преобразованию и обогащению урана носит стратегическое для нее значение. Однако, многие эти проекты находятся на проектном уровне, что усложняет их моделирование. Поэтому в расчет мы их не принимали.

Многие статьи балансового отчета и отчета прибыли и убытков были основаны на исторических данных, а нерегулярные статьи также в расчет не принимались.

Результаты

Согласно нашей модели, компания сможет вдвое увеличить свои активы и объем продаж до 2015 года, которые достигнут T755 млрд. и T402 млрд. соответственно. Ввиду высоких размеров прибылей собственный капитал вырастет до T557 млрд. с T264 млрд. в конце 1П 2010.

Поток от операционной деятельности будет сильным, что позволит компании погасить еврооблигации, а также банковские займы.

В результате прироста нераспределенной прибыли и снижения долга, леввередж компании уменьшится. В частности, соотношение обязательств к собственному капиталу, снизится с X0,79 в 1П 2010 до X0,35 к 2015 году.

Ввиду наличия значительных ликвидных активов, средств, сильного операционного и отсутствия крупных капитальных затрат, компания сможет сгенерировать существенные свободные денежные потоки. Эти средства могут быть направлены ею на приобретение активов в сфере услуг по преобразованию и обогащению.

Стресс-тест

Как стресс-тест, мы проанализировали влияние неблагоприятной операционной среды на финансовую деятельность компании. А именно, мы предположили, что КАП не сможет увеличить ни цены, ни объем производства выше уровней 2010 года в течение следующих 5 лет. Даже при этом сценарии ввиду наличия существенных ликвидных активов компания сможет своевременно погасить свои еврооблигации.

Основные преимущества и риски

Концентрированность индустрии и повышенный спрос

Компания работает на рынке, на котором присутствуют только несколько игроков, что усиливает ее рыночные позиции. Считаем, что спрос на урановый концентрат в ближайшее время будет повышенным, так как вторичные источники истощаются, а для ввода новых месторождений потребуется некоторое время.

Крупные запасы и низкая стоимость добычи

Казахстан стал мировым лидером по производству урана в 2009 году, при этом на КАП приходится половина добычи страны. Компания имеет доступ к крупным запасам урана страны, которые по объему занимают второе место в мире согласно данным МАГАТЭ. Вдобавок, КАП имеет возможность добывать уран методом ПСВ, относительно дешевым методом добычи.

Ожидаемый рост производства

Как минимум половина добычи компании приходится на ее СП, и в дальнейшем эта доля будет расти. Согласно нашим прогнозам, СП увеличит свою добычу с 9 200 тонн урана в 2009 до 23 600 тонн к 2015 году, что позитивно скажется на кредитном профиле компании.

Нацеленность на расширение в производство гексафторида урана и обогащение

Диверсификация бизнеса снизит кредитные риски компании, так как будет понижена зависимость от цен на уран. Вдобавок, данное расширение позволит компании увеличить добавленную стоимость поставляемой продукции.

Принадлежность государству и сильные финансовые показатели

Находясь в составе холдинга ФНБ «Самрук-Казына», КАП является государственной компанией, что снижает ее кредитные риски. Примечательно, что ее кредитные рейтинги находятся на уровне суверенных рейтингов.

Более того кредитный портфель компании поддерживается низким левереджем, который будет снижаться и в дальнейшем.

Также существенное увеличение производства на СП приведет к сильному операционному потоку, что повысит ликвидность, а также увеличит собственный капитал более, чем в 2 раза к 2015 году.

Перебои в поставках серной кислоты

Перебои в поставках серной кислоты приводят к сокращениям производства компании. КАП планирует построить два завода серной кислоты, что удовлетворит 30% спроса компании. Вместе с тем, этот операционный риск останется существенным.

Регулятивные риски

Компании-операторы урана подпадают под регулирование на национальном и международном уровнях. МАГАТЭ предусматривает общие меры, направленные на нераспространение ядерных технологий. Местные регуляторы более значимы для компании. К примеру, МИНТ имеет полномочия влиять на состав потребителей компании.

Анализ относительной стоимости

Условия выпуска

В мае 2010 компания разместила дебютные 5-летние еврооблигации на \$500 млн. с купонной ставкой 6,25%. Выпущенный в «общекорпоративных целях», этот долг соответствует специфике денежных потоков компании, для которой характерны стабильные денежные поступления в валюте от реализации урана.

Облигации являются необеспеченными, могут быть выкуплены по рыночной цене и проданы компании в случае изменения ее статуса, как это определено в проспекте выпуска облигаций. Помимо прочего ковенанты включают следующее:

- 1) КАП или его значимые дочерние организации не могут закладывать активы или будущие доходы, создавая долг, старший по отношению к облигациям;
- 2) КАП не может выплачивать дивиденды или осуществлять иные выплаты в случае своего дефолта или в размере, превышающим 50% от своей консолидированной прибыли.

| | |
|-------------------------------------|--------------|
| Объем выпуска | \$500 млн |
| Купонная ставка | 6,25% |
| Рейтинг (Fitch/Moody's) | BBB-/Baa3 |
| Срок до погашения | 4,5 года |
| Доходность к погашению (УТМ) | 4,79% |
| OAS-спрэд | 291,8 |
| Диапазон цены | 96,93-108,31 |

* Источники: данные компании и Bloomberg (на 24/12/10)

Относительная стоимость

Так как компания является добывающей компанией, среди ее схожих компаний можно отметить другие крупные уранодобывающие компании, а именно Camoco, Areva, BHP Billiton и Rio Tinto. Однако, данные компании являются транснациональными компаниями, базирующихся в развитых странах и имеющих деятельность в различных секторах. Как следствие, их кредитные рейтинги выше и спрэды уже.

Соответственно, для сравнения мы также добавляем международные добывающие компании, включая Teck, Xstrata и Noranda, а также две государственные казахстанские компании из реального сектора Казахстан Темир Жолы (КТЖ) и НК КазМугайГаз (КМГ).

Выпуски упорядочены по OAS-спрэду⁸ (Таб. 7), так как эта мера доходности является предпочтительной к YTM или Z-спрэду и номинальному спрэду ввиду того, что в отличие от них OAS-спрэд учитывает встроенные опционы выпусков и повышающуюся временную структуру процентной ставок

Таблица 7. Спрэды КАП и его схожих компаний

| Выпуски | Рейтинг: Fitch/Moody's | Валюта | Цена* | YTM* | OAS-спрэд |
|----------------------------|---------------------------|--------|--------|-------|--------------|
| BHP Billiton (Дек'15) | A+/A1 | USD | 110,71 | 2,92% | 91,9 |
| Areva (Сент'16) | S&P: BBB+ | EUR | 101,51 | 3,57% | 118,4 |
| Camco (Сент'15) | S&P: BBB+ | CAD | 104,68 | 3,60% | 118,3 |
| Rio Tinto (Июл'18) | A-/A3 | USD | 116,29 | 3,98% | 119,4 |
| Teck Resources (Окт'15) | BBB-/Baa2 | USD | 108,50 | 3,42% | 152,5 |
| XStrata Canada (Ноя'15) | S&P: BBB | USD | 109,35 | 3,84% | 194,0 |
| КТЖ (Окт'20) | BBB-/Baa3 | USD | 104,18 | 5,82% | 256,1 |
| КТЖ (Май'16) | BBB-/Baa3 | USD | 110,20 | 4,81% | 266,1 |
| КАП (Май'15) | BBB-/Baa3 | USD | 106,11 | 4,79% | 291,8 |
| НК КМГ (Июл'13) | BBB-/Baa3 | USD | 109,86 | 4,19% | 321,2 |
| НК КМГ (Июл'18) | BBB-/Baa3 | USD | 117,23 | 6,21% | 348,6 |
| НК КМГ (Июл'15) | BBB-/Baa3 | USD | 124,01 | 5,13% | 356,2 |
| Noranda Aluminium (Ноя'15) | S&P: CCC+ | USD | 90,50 | 7,28% | 683,0 |
| USEC (Окт'14) | S&P: CCC- | USD | 88,99 | 6,01% | NA |

* Среднее значение котировок на покупку и продажу.

Источник: Bloomberg, расчеты Халык Финанс.

На основании OAS-спрэдов считаем, что облигации КАП оценены справедливо, находясь между другими выпусками с более высоким и низким рейтингами.

Рисунок 3. Доходность облигаций КАП



Источник: Bloomberg.

Касательно цен облигаций КАП (котируемых в \$ и отмеченных коричневым цветом на рис.3, с правой стороны), на них влияли два фактора:

⁸ Спрэд над кривой безрисковых спотовых процентных ставок, которой обычно является кривая доходностей казначейских облигаций, выпущенных в соответствующей валюте.

- 1) 5-летний CDS-спрэд Казахстана (котируемый в базисных пунктах и отмеченный желтым цветом на рисунке, с правой стороны) влияет на КАП ввиду его государственной принадлежности;
- 2) Цена на урановый концентрат (котируемая в \$ за фунт и отмеченная зеленым цветом на рисунке, с левой стороны) значима, так как урановый концентрат является основной продукцией компании.

Для определения эффекта указанных факторов мы разделили истекший период на три области:

- В области 1, цена на уран неизменна, и только CDS-спрэд оказывал обратное влияние на цену облигаций;
- В области 2, CDS-спрэд и цена на уран положительно влияли на котировки облигаций;
- В области 3, направления действия CDS-спрэда и цены на уран на котировки облигаций были противоположными. Так как облигации росли в цене, эффект CDS-спрэда доминировал над эффектом цены на уран.

Высокая взаимосвязь доходности Казатомпрома с CDS-спрэдом подтверждается высоким коэффициентом корреляции между двумя сериями данных, равным -0,73.

С начала декабря доходность облигаций КАП перестала быть зависимой от указанных двух факторов, что мы расцениваем как временную недооцененность облигаций.

Мы ожидаем, что цена на уран будет неизменна в течение следующих двух лет, но затем постепенно начнет расти. Вместе тем основным фактором, влияющим на цену облигации, будет суверенный риск Казахстана.

Касательно расширения деятельности компании в производство гексафторида урана и услуги по обогащению, оно однозначно будет иметь положительный эффект на кредитный профиль. Однако, сужение спрэдов будет умеренным, так как котировки КАП уже приблизились к границам котировок своей кредитной категории.

Заключение

На кредитный профиль КАП благоприятно влияют следующее:

- Низкий левередж;
- Стабильные денежные потоки от добывающей деятельности;
- Нарастающая доля на рынке, которая позволяет заключать долгосрочные контракты с фиксированными ценами;
- Относительно низкая себестоимость производства, которая обеспечивает компании прибыльность даже при снижении спроса;
- Увеличение объемов добычи более чем в 2 раза в течение 5 лет;
- Ожидаемое увеличение цен ввиду инициатив по защите окружающей среды, а также в результате истощения вторичных источников;
- Высокая вероятность правительственной поддержки при необходимости.

Компания прилагает большие усилия для расширения в услуги с более высокой добавленной стоимостью.

В долгосрочной перспективе вхождение компании в сферу услуг по преобразованию и обогащению, а также освоение производства новых топливных элементов будет положительным для кредитного профиля компании. В краткосрочной перспективе такое расширение компании может столкнуться с политическими рисками. Однако, эти риски преодолимы ввиду заинтересованности мировых лидеров индустрии в сотрудничестве с компанией.

Приложение. Финансовая отчетность КАП

Отчет о совокупном доходе (млн. тенге)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 1H2010 | 2H2010F | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F |
|----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Выручка | 117 758 | 127 104 | 178 506 | 93 446 | 116 122 | 260 261 | 294 740 | 328 650 | 370 021 | 390 997 | 402 368 |
| Себестоимость (без амортизации) | 56 633 | 76 818 | 106 432 | 67 292 | 65 082 | 145 005 | 211 058 | 237 428 | 269 813 | 285 540 | 293 385 |
| Валовая прибыль | 61 124 | 50 286 | 72 074 | 26 153 | 51 029 | 80 070 | 129 534 | 144 437 | 162 618 | 171 837 | 176 835 |
| Общие и административные расходы (без амортизации) | 13 116 | 14 427 | 10 317 | 6 688 | 18 876 | 25 564 | 47 914 | 53 427 | 60 152 | 63 563 | 65 411 |
| Доход от ассоциированных и совместных предприятий | 8 810 | 5 724 | 16 848 | 8 032 | 2 228 | 10 260 | 7 024 | 7 373 | 7 385 | 7 472 | 7 895 |
| Прочие доходы/расходы | 564 | (7 566) | (3 389) | (3 428) | - | - | - | - | - | - | - |
| Операционная прибыль | 39 762 | 37 701 | 48 298 | 14 861 | 34 381 | 44 246 | 88 644 | 98 382 | 109 851 | 115 747 | 119 318 |
| Доход от финансирования | 3 444 | 2 031 | 3 111 | 3 583 | - | - | - | - | - | - | - |
| Курсовая разница | (1 708) | (239) | (9 653) | - | - | - | - | - | - | - | - |
| ЕБИТДА | 59 114 | 35 807 | 68 675 | 30 539 | 34 381 | 44 246 | 88 644 | 98 382 | 109 851 | 115 747 | 119 318 |
| Амортизация | 4 943 | 6 383 | 6 768 | 3 055 | 7 066 | 10 121 | 19 447 | 22 798 | 25 959 | 28 850 | 31 446 |
| ЕБИТ | 54 171 | 29 424 | 61 906 | 27 484 | 27 315 | 54 800 | 69 196 | 75 583 | 83 891 | 86 896 | 87 871 |
| Расходы на вознаграждение | 2 552 | 4 099 | 7 834 | 4 445 | 4 779 | 9 224 | 9 559 | 9 559 | 9 559 | 9 187 | 9 187 |
| Прибыль до налогооблож. | 51 618 | 25 324 | 54 072 | 23 039 | 22 535 | 45 575 | 59 636 | 66 024 | 74 332 | 77 708 | 78 684 |
| Подходный налог | 15 615 | 14 279 | 12 612 | 3 626 | 4 507 | 8 133 | 11 927 | 13 204 | 14 866 | 15 541 | 15 736 |
| Чистая прибыль | 36 003 | 11 045 | 41 459 | 19 413 | 18 028 | 37 442 | 47 709 | 52 819 | 59 465 | 62 167 | 62 947 |
| Прочий совокупный доход | (1 824) | 1 442 | 297 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Совокупный доход | 34 178 | 12 487 | 41 757 | 19 413 | 18 028 | 37 442 | 47 709 | 52 819 | 59 465 | 62 167 | 62 947 |

Источник: данные компании, расчеты Халык Финанс

Отчет о движении денег (млн. тенге)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 1H2010 | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Операционная деятельность | (34 936) | 12 303 | 29 995 | 14 056 | 41 274 | 38 057 | 62 693 | 69 679 | 82 964 | 89 960 |
| Инвестиционная деятельность | (17 870) | (46 577) | (16 739) | (56 823) | (34 735) | (46 397) | (43 981) | (45 337) | (46 925) | (47 879) |
| Финансовая деятельность | 36 425 | 58 156 | (21 079) | 64 389 | 28 693 | - | - | (16 715) | - | (73 500) |
| Изменение в деньгах | (16 380) | 23 882 | (7 822) | 21 621 | 35 233 | (8 339) | 18 712 | 8 166 | 36 038 | (31 418) |
| Деньги на начало периода | 26 489 | 10 287 | 34 160 | 31 745 | 31 745 | 66 978 | 58 638 | 77 350 | 85 516 | 121 555 |
| Деньги на конец периода | 10 287 | 34 160 | 31 745 | 53 366 | 66 978 | 58 638 | 77 350 | 85 516 | 121 555 | 90 136 |

Источник: данные компании, расчеты Халык Финанс

Отчет о финансовом положении (млн. тенге)

| По окончании | 2007 | 2008 | 2009 | 1H2010 | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Краткосрочные активы | 78 386 | 140 569 | 164 934 | 240 165 | 225 513 | 248 174 | 283 742 | 312 543 | 358 967 | 333 282 |
| Деньги и их эквиваленты | 10 287 | 34 160 | 31 745 | 53 366 | 66 978 | 58 638 | 77 350 | 85 516 | 121 555 | 90 136 |
| Краткосрочные инвестиции | 1 942 | 22 653 | - | 73 844 | - | - | - | - | - | - |
| Счета к получению | 36 336 | 47 318 | 54 466 | 44 799 | 52 052 | 58 948 | 65 370 | 74 004 | 78 199 | 80 473 |
| Запасы | 21 700 | 34 447 | 52 103 | 45 653 | 64 947 | 89 052 | 99 125 | 111 397 | 117 677 | 121 137 |
| Прочие краткосрочные активы | 8 118 | 1 989 | 26 618 | 22 499 | 18 792 | 18 792 | 18 792 | 18 792 | 18 792 | 18 792 |
| Долгосрочные активы | 169 663 | 201 100 | 222 318 | 230 924 | 259 188 | 302 632 | 336 479 | 369 369 | 399 178 | 426 897 |
| Основные средства | 57 771 | 74 736 | 79 207 | 72 862 | 86 650 | 96 892 | 105 435 | 113 801 | 122 092 | 130 078 |
| Счета к получению | 5 401 | 7 307 | 1 769 | 1 943 | 8 723 | 9 879 | 11 015 | 12 402 | 13 105 | 13 486 |
| Нематериальные средства | 166 | 184 | 191 | 192 | 216 | 242 | 263 | 284 | 305 | 325 |
| Инвестиционная недвижимость | - | 473 | 889 | 791 | 830 | 872 | 916 | 961 | 1 010 | 1 060 |
| Налоговые активы | 1 083 | 2 877 | 1 639 | 2 436 | 2 436 | 2 436 | 2 436 | 2 436 | 2 436 | 2 436 |
| Инвестиции в ассоцииров. и СП | 17 407 | 23 058 | 42 241 | 43 683 | 45 435 | 53 860 | 61 397 | 68 902 | 76 493 | 84 507 |
| Прочие инвестиции | 439 | 65 313 | 66 045 | 66 045 | 66 045 | 66 045 | 66 045 | 66 045 | 66 045 | 66 045 |
| Разведочные активы | 10 512 | 13 743 | 21 320 | 26 858 | 34 998 | 53 411 | 67 830 | 80 777 | 92 593 | 103 122 |
| Прочие долгосрочные активы | 12 006 | 12 673 | 9 012 | 16 110 | 13 850 | 18 991 | 21 139 | 23 756 | 25 095 | 25 833 |
| АКТИВЫ | 248 049 | 341 669 | 387 252 | 471 090 | 484 702 | 550 807 | 620 221 | 681 823 | 758 145 | 760 180 |
| Краткосрочные обязательства | 35 118 | 69 081 | 62 685 | 47 539 | 70 354 | 78 470 | 85 605 | 78 133 | 82 549 | 84 945 |
| Краткосрочный долг | 17 500 | 32 808 | 26 007 | 16 175 | 16 175 | 16 175 | 16 175 | - | - | - |
| Кредиторская задолженность | 9 754 | 6 452 | 16 454 | - | 19 587 | 22 182 | 24 734 | 27 847 | 29 426 | 30 282 |
| Счета к оплате | 4 847 | 23 421 | 16 252 | 13 602 | 27 475 | 31 115 | 34 695 | 39 063 | 41 277 | 42 478 |
| Прочие краткосроч. обязательства | 3 015 | 6 398 | 3 930 | 17 761 | 7 115 | 8 996 | 9 999 | 11 222 | 11 844 | 12 184 |
| Долгосрочные обязательства | 26 095 | 69 821 | 80 332 | 159 644 | 133 008 | 143 287 | 152 747 | 162 354 | 172 093 | 108 785 |
| Долгосрочный долг | 20 265 | 63 945 | 73 556 | 111 215 | 223 307 | 223 307 | 223 307 | 223 307 | 223 307 | 38 592 |
| Резервы | 3 620 | 4 437 | 4 667 | - | 4 702 | 4 737 | 4 772 | 4 808 | 4 844 | 4 880 |
| Прочие долгосроч. обязательства | 2 209 | 1 438 | 2 098 | 48 429 | 13 991 | 24 149 | 33 489 | 42 956 | 52 607 | 62 734 |
| Собственный капитал | 186 835 | 202 766 | 244 234 | 263 905 | 281 339 | 329 049 | 381 868 | 441 334 | 503 501 | 566 449 |
| Уставный капитал | 36 692 | 36 692 | 36 692 | 36 692 | 36 692 | 36 692 | 36 692 | 36 692 | 36 692 | 36 692 |
| Резервы | 1 130 | 3 959 | 4 013 | 3 677 | 3 677 | 3 677 | 3 677 | 3 677 | 3 677 | 3 677 |
| Доля меньшинства | 5 349 | 8 372 | 9 109 | 11 963 | 12 853 | 17 624 | 22 906 | 28 853 | 35 070 | 41 364 |
| Нераспределенная прибыль | 143 663 | 153 742 | 194 418 | 211 572 | 228 116 | 271 055 | 318 592 | 372 112 | 428 062 | 484 715 |
| СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА | 248 049 | 341 669 | 387 252 | 471 090 | 484 702 | 550 807 | 620 221 | 681 823 | 758 145 | 760 180 |

Источник: данные компании, расчеты Халык Финанс

Финансовые показатели

| | 2007 | 2008 | 2009 | 1П2010 | 2П2010F | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------------------------------------------------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Прибыльность | | | | | | | | | | | |
| ROA | 14,51% | 3,23% | 10,71% | 4,12% | 3,90% | 8,11% | 9,03% | 8,84% | 9,02% | 8,45% | 8,54% |
| ROE | 19,27% | 5,45% | 16,98% | 7,36% | 6,41% | 13,31% | 14,50% | 13,83% | 13,47% | 12,35% | 11,11% |
| Ликвидность | | | | | | | | | | | |
| Текущие активы/Текущие обязательства | 2,23 | 2,03 | 2,63 | 5,05 | 2,88 | 2,88 | 3,16 | 3,31 | 4,00 | 4,35 | 3,92 |
| Высоколиквидные текущие активы/Текущие обязательства | 1,07 | 1,19 | 1,02 | 3,62 | 1,69 | 1,69 | 1,50 | 1,67 | 2,04 | 2,42 | 2,01 |
| Лeverедж | | | | | | | | | | | |
| Обязательства/Собственный капитал | 0,33 | 0,69 | 0,59 | 0,79 | 0,72 | 0,72 | 0,67 | 0,62 | 0,54 | 0,51 | 0,34 |
| Долг/Собственный капитал | 0,20 | 0,34 | 0,25 | 0,48 | 0,46 | 0,46 | 0,39 | 0,34 | 0,25 | 0,22 | 0,07 |
| Чистый долг/ Собственный капитал | 0,14 | 0,06 | 0,12 | 0,00 | 0,22 | 0,22 | 0,21 | 0,13 | 0,06 | 0,00 | 0,00 |
| ЕБИТДА/Долг | 1,57 | 0,52 | 1,13 | 0,24 | 0,51 | 0,51 | 0,69 | 0,77 | 0,98 | 1,03 | 3,09 |
| Коэффициент покрытия процентных выплат | | | | | | | | | | | |
| ЕБИТДА/Процентные выплаты | 23,16 | 8,73 | 8,77 | 6,87 | 7,19 | 7,04 | 9,27 | 10,29 | 11,49 | 12,60 | 12,99 |
| ЕБИТ/Процентные выплаты | 21,22 | 7,18 | 7,90 | 6,18 | 5,71 | 5,94 | 7,24 | 7,91 | 8,78 | 9,46 | 9,56 |

Источник: данные компании, расчеты Халык Финанс

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.

© 2009, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, 7 (727) 244-6541
sabitkh@halykbank.kz

Мадина Курмангалиева, 7 (727) 330-0157
madinaku@halykbank.kz

Финансовый сектор

Сабина Амангельды, 7 (727) 330-0153
sabinaa@halykbank.kz

Долговые инструменты

Бакытжан Хоцанов, 7 (727) 244-6984
bakytzhanh@halykbank.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", ЗБ
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 259 0467
Факс. +7 (727) 259 0593
www.halykfin.kz

Долевые инструменты

Тимур Омоев
timur.omoev@stern.nyu.edu

Мариям Жумадил, 7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Мирамгуль Маралова, 7 (727) 244-6538
miramgulM@halykbank.kz

Мадина Есалиева, 7 (727) 233-0153
madinaE@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN <GO>