

## Казатомпром

### На пути к диверсификации

Бакытжан Хоцанов

[bakytzhanh@halykbank.kz](mailto:bakytzhanh@halykbank.kz)

7 (727) 2446984

За 9 месяцев 2011 года добыча урана компании выросла на 13,5% г/г до 7 978 тонн, а средняя спотовая цена – до \$51,7 за фунт U<sub>3</sub>O<sub>8</sub> (на 21% г/г). В результате компания увеличила доходы от реализации урана (до 175,3 млрд.), а общая выручка за 9М2011 достигла 225,9 млрд. против 144,1 млрд. за 9М2010. Увеличивающиеся доходы компании и накопленная ликвидность позволят ей выполнить свой инвестиционный план (Т250 млрд. в 2011-2013) без привлечения дополнительного долга. В рамках своих инвестиций компания планирует приобрести долю в одной из российских фабрик по обогащению урана (через ЗАО Центр по обогащению урана), что позитивно для ее кредитного профиля, так как это снизит зависимость от рынка уранового сырья.

В данный момент доходности по облигациям компании ниже, чем доходности других казахстанских квази-суверенных компаний (НК КМГ, КТЖ) несмотря на равные кредитные рейтинги. На наш взгляд, рынок ожидает улучшение показателей Казатомпрома в ближайшие годы (снижение леввереджа, диверсификацию продукции, увеличение коэффициента покрытия процентов и тд.). В результате, считаем, что облигации не переоценены, а справедливый спрэд по ним находится в диапазоне 300-400 б.п.

- **Увеличение доходов и капзатрат:** По итогам 9М2011 Казатомпром (КАП) добыл с учетом его доли в ассоциированных компаниях и совместных предприятиях 7 978 тонн урана при общей добыче в Казахстане на уровне 13 957 тонн урана. По результатам года, на наш взгляд, компания сможет довести объем своей добычи до 11 302 тонн урана (+13% г/г), что соответствует ее производственным планам, озвученным в начале года.

Средняя спотовая цена за 9М2011 составляла \$51,7 за фунт U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>, а по итогам 2011 года составит примерно \$56,8 (+22,6% г/г). За 9 месяцев 2011 года объем реализации урана компанией был на уровне добычи, что сохранится в 4кв.2011. В результате ожидаем, что общая выручка компании превысит 300 млрд. по итогам года.

**Таблица 1. Некоторые показатели по операционной и инвестиционной деятельности**

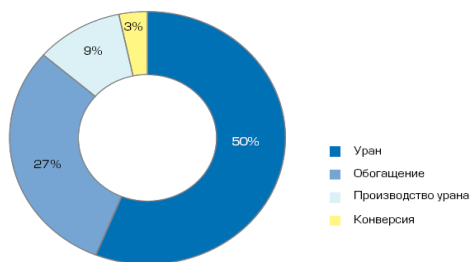
	9М10	2010	9М11	2011П	2012П	2013П
Объем производства компании, тонн урана	NA	10,000	7,978	11,302	11,674	12,366
Объем реализации, млн. тенге	144,148	230,939	225,931	304,256	317,946	339,056
Операционный поток, млн. тенге	28,831	20,848	64,242	59,260	45,341	45,092
Капзатраты, млн. тенге	NA	10,919	NA	58,033	41,752	28,596
Приобретение долей в профильных активах	NA	1,608	NA	22,874	47,908	19,439
Приобретение развед. и оценоч. активов	NA	8,301	NA	12,643	9,854	9,645

Источник: Данные компании, расчеты ХФ.

**Раскрытие информации:** В мае 2010 года АО «Halyk Finance» выступило в качестве казахстанского ведущего менеджера по дебютному выпуску 5-летних еврооблигаций компании с номинальным объемом \$500 млн., а также является маркет-мейкером по данным облигациям на АО «Казахстанская фондовая биржа».

Растущий операционный поток компании (Т64,2 млрд. за 9М2011 против Т28,8 млрд. за 9М2010) позволит компании увеличивать свои инвестиции, бюджет которых на 2011-2013 составляет Т250,7 млрд. Несмотря на значительный объем инвестиций компания сможет профинансировать их за счет операционного потока и накопленных денежных средств – краткосрочные депозиты и деньги компании на конец 3кв.2011 в совокупности составляли Т116,4 млрд.

В рамках своей инвестиционной программы на 2011-2013 годы Казатомпром направит средства на увеличение капитала ЗАО Центр по обогащению урана на паритетных условиях с российским Техснабэкспорт для получения доли в одной из российских фабрик по обогащению урана. Также КАП капитализирует АО «Казахстанско-российской компании «Атомные станции», созданное в 2006 году совместно с российским Атомстройэкспорт. Данное СП нацелено на строительство и продвижение на мировых рынках малого реактора ВБЭР-300.



Так как обогащение урана занимает около 30% в конечной стоимости ядерного топлива, Казатомпром, получая доступ к технологиям по обогащению, увеличивает добавленную стоимость своей продукции (до 80% от конечной стоимости топлива) и снижает зависимость от рынка уранового сырья.

Источник: ЕАБР, 2011.

Кроме того, компания планирует приступить к освоению уранового месторождения Жалпак и северной части месторождения Мойынкум, а также к созданию производства тепловыделяющих сборок в сотрудничестве с Ageva и производства редкоземельных металлов совместно с Sumitomo.

- **Снижение долгового рычага и комфортный график погашения:** По итогам 9М2011 левередж компании (долговые обязательства/соб.капитал) составлял 0,49, и по нашим прогнозам данный коэффициент снизится до 0,30 к концу 2013 года в основном в результате прироста собственного капитала. Ввиду относительной стабильности уровня заимствований при увеличении доходов, коэффициенты покрытия процентных платежей увеличиваются. К примеру, коэффициент EBITDA/Процентные платежи по итогам 3кв.2011 увеличился на треть по сравнению с итогом 9 месяцев 2010 года. В дальнейшем повышение данного коэффициента продолжится.

**Таблица 2. Левередж и покрытие процентных платежей**

	9М10	2010	9М11	2011П	2012П	2013П
Долговые обязательства	166,444	164,227	162,237	168,845	165,941	151,458
Собственный капитал	273,956	279,420	328,076	350,040	419,952	505,366
Долговые обязат./Соб.капитал	0.61	0.59	0.49	0.48	0.40	0.30
EBITDA	39,578	58,158	61,189	78,351	81,877	87,313
Долговые обязат./EBITDA	4.21	2.82	2.65	2.15	2.03	1.73
EBITDA/Процентные платежи	7.84	9.60	10.23	11.77	11.84	14.18

Источник: Данные компании, расчеты ХФ.

График погашений долговых обязательств компании остается комфортным, при котором пиковые погашения приходятся на 2015 год (выплата по облигациям на \$500 млн.~Т73,5 млрд.), при этом погашения в 2011-2014 годах составляют по Т5-20 млрд. в год, а погашения в 2016-2024 годах будут минимальны – кумулятивно Т1,4 млрд.

- **Фукусима и сохранение прибыльности:** Ввиду аварии на Фукусима-1, у некоторых трейдеров на спотовом рынке урана возникли опасения касательно дальнейшего спроса на сырье. В результате, спотовая цена урана резко снизилась с \$68 за фунт U<sub>3</sub>O<sub>8</sub> до \$49,5 в течение недели. Вместе с тем, к июню цена восстановилась до \$52-54, и сохраняется на этом уровне с того периода. Так как, по данным компании, 60% ее продукции в течение ближайших 5-10 лет

законтрактовано, компания имеет гарантированный спрос, и влияние этого события на доходы компании в ближайшие годы является ограниченным.

Касательно дальнейшей динамики цены на уран, консервативно предполагаем, что она будет увеличиваться на 2% ежегодно. Замедление прироста спроса в развитых странах с учетом отказа от атомной энергетики в Германии будет компенсироваться вводом новых станций в Китае, Индии и России.

**Таблица 3. Прибыльность компании**

	9M10	2010	9M11	2011П	2012П	2013П
Спотовая цена на уран, \$/фунт U	42.72	46.29	51.67	56.74	57.87	59.03
Валовая выручка, млн. тенге	49,005	74,041	73,841	100,264	104,775	111,732
<i>Маржа валовой выручки</i>	<i>34.0%</i>	<i>32.1%</i>	<i>32.7%</i>	<i>33.0%</i>	<i>33.0%</i>	<i>33.0%</i>
EBIDTA, млн. тенге	39,578	58,158	61,189	78,351	81,877	87,313
<i>Маржа EBIDTA</i>	<i>27.5%</i>	<i>25.2%</i>	<i>27.1%</i>	<i>25.8%</i>	<i>25.8%</i>	<i>25.8%</i>
Чистая прибыль, млн. тенге	33,735	59,939	61,841	85,529	86,518	102,571
<i>Маржа чистой прибыли</i>	<i>23.4%</i>	<i>26.0%</i>	<i>27.4%</i>	<i>28.1%</i>	<i>27.2%</i>	<i>30.3%</i>

Источник: Данные компании, расчеты ХФ.

Ввиду предполагаемой стабильности цены на уран ожидаем, что показатели прибыльности компании в основном сохранятся на текущих уровнях. В частности, маржа валовой выручки составит 33% в 2011-2013 годах, а маржа EBIDTA – 25,8%.

Несмотря на то, что маржа EBIDTA по итогам 9M2011 была сравнимой с данным показателем за 9M2010, маржа чистой прибыли существенно улучшилась в указанные периоды (с 23,4% до 27,4%) ввиду относительно меньших амортизационных и процентных отчислений за 9M2011.

- **Взгляд на облигации:** Компания имеет в обращении выпуск еврооблигаций номинальной стоимостью \$500 млн. с погашением в мае 2015 года, фиксированной купонной ставкой 6,25% и пут опционом по цене 101% от номинала в случае уменьшения доли государства в капитале компании и иных случаях согласно проспекту выпуска.

**Таблица 4. Сравнение облигаций компании с другими схожими выпусками**

Выпуск	Срок до погаш., годы	Рейтинг выпуска	Вал.	Котир. цены на покуп/продажу	Котир. по дох-стям спроса/предлож., %	OAS-спред*
BHP Billiton	21/11/2016	Moody's: A1, S&P, Fitch: A+	USD	100.404/100.956	1.79/1.67	82.80
Rio Tinto	1/5/2014	Moody's: A3, S&P, Fitch: A-	USD	116.596/117.378	1.79/1.48	122.20
Cameco	16/09/2015	S&P: BBB+	CAD	106.809/106.981	2.78/2.73	161.90
Teck Cominco Ltd	1/10/2015	Moody's: Baa2, S&P, Fitch: BBB	USD	109.48	2.73	219.20
Areva	23/09/2016	S&P: BBB+	EUR	96.687/97.52	4.66/4.46	279.40
Xstrata Finance Canada	15/11/2016	Moody's: Baa2, S&P: BBB+	USD	108.685/109.517	3.84/3.67	286.40
КАП	20/05/2015	Moody's: Baa3, Fitch: BBB-	USD	104.733/105.979	4.74/4.35	391.00
НК КМГ	23/01/2015	Moody's: Baa3, S&P, Fitch: BBB-	USD	118.556/119.559	5.20/4.88	452.70
КТЖ	11/5/2016	Moody's: Baa3, S&P, Fitch: BBB-	USD	105.407/106.535	5.6/5.31	464.30
Noranda Aluminium	15/05/2015	Moody's: B2, S&P: B	USD	92.01	6.68	678.50
USEC	1/10/2014	Moody's: Caa2, S&P: CCC-	USD	48.00	32.80	NA

Источник: Bloomberg.

\* OAS – спред к безрисковым ставкам в соответствующей валюте с поправкой на встроенные опционы выпусков.

В таблице приводим сравнение облигаций Казатомпрома с выпусками других международных добывающих компаний и квази-суверенных компаний из Казахстана, НК Казмунайгаз и Казахстан Темир Жолы. Примечательно, что текущие доходности КАП находятся на уровне ниже доходностей НК КМГ и КТЖ, несмотря на то, что их кредитные рейтинги идентичны. На наш взгляд, это может быть обусловлено тем, что рынок наперед оценивает улучшение финансовых показателей компании в ближайшие годы, в том числе диверсификацию продукции, снижение левереджа и увеличение коэффициента покрытия процентов. На наш взгляд, облигации не переоценены, при этом справедливый OAS-спред по ним находится в диапазоне 300-400 б.п.

