

## Производственные результаты за 1П2022 г.

12 августа 2022 г.

Тикер	KAP LI
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, \$/ГДР	27.64
Целевая цена (12 мес.), \$/ГДР	32.58
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>18%</b>

Тикер	KZAP KZ
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, Т/акцию	13 981
Целевая цена (12 мес.), Т/акцию	15 508
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>11%</b>

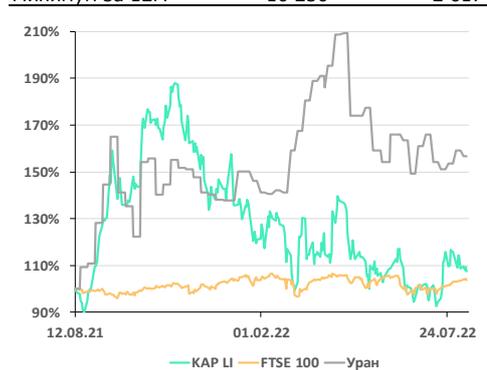
Дивиденды (2021), Т/акцию	876.7
<b>Дивидендная доходность</b>	<b>6%</b>
Кол-во простых акций (млн)	259.4
Доля акций в свобод.обращ. (%)	25%
Ср. ежедн. объем торгов (\$ млн.)	2.5
Рыночная капитализация (\$ млн)	7 169

Т млрд	2021	2022П	2023П
Выручка	691	911	1 066
Операционные расходы	-453	-499	-593
ЕБИТДА, скорр.	314	476	552
Чистая прибыль	220	372	431
EPS, Т/акцию	848	1 436	1 661
Ден. средства и экв.	161	162	216
Собственный капитал	1 537	1 666	1 709
Чистый долг	-115	-71	-125

Оценка	2021	2022П	2023П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	-0.4	-0.1	-0.2
Долг/Капитал	0.1	0.1	0.1
EV/Sales (x)	6.0	4.6	3.9
EV/ЕБИТДА (x)	13.2	8.7	7.5
P/E (x)	16.5	9.7	8.4

Динамика акций	KAP LI	FTSE 100
1М	10%	4%
3М	7%	3%
12М	7%	4%
Максимум за 12М	48	7 672
Минимум за 12М	23	6 904

Динамика акций	KZAP KZ	KASE
1М	12%	12%
3М	10%	8%
12М	24%	-2%
Максимум за 12М	20 900	3 811
Минимум за 12М	10 250	2 617



Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

По итогам 1П2022 г. КазАтомПром увеличил объем продаж в натуральном выражении на 55% г/г до 8 тыс. тонн. При этом добыча сократилась в 1П2022 г на 8% г/г в связи со сбоями поставок реагентов в период пандемии. В 1П2022 г. средняя цена реализации урана КазАтомПром выросла на 34% г/г до 39.7 \$/фунт на фоне роста мировых спот цен. Отражая благоприятные ожидания по перспективам развития атомной энергетики в мире, мы повысили долгосрочные прогнозы по ценам на уран в среднем на 2-3 \$/фунт на период 2023-2027 гг. Учитывая изменения в расчете НДС и рост стоимости финансирования в РК, мы скорректировали расходы по НДС и повысили WACC с 14.3% до 16.2%. **В результате мы скорректировали 12М ЦЦ с 36.31 \$/ГДР до 32.58 \$/ГДР и сохраняем рекомендацию Покупать акции КазАтомПром.**

**Рост продаж в натуральном выражении на фоне снижения добычи.** Продажи в натуральном выражении выросли на 55% г/г в 1П2022 г. до 8 тыс. тонн (5.2 тыс. тонн в 1П2021 г., 4.6 тыс. тонн в 1П2019 г.). Такие высокие темпы роста объясняются низкой базой аналогичного периода прошлого года. Объем производства в 1П2022 г., наоборот, сократился на 8% г/г до 5.4 тыс. тонн в связи со сбоем поставок реагентов и труб в период пандемии COVID-19. Сбой поставок 2021 г. привел к тому, что план бурения и закисления новых скважин был сдвинут и это начало сказываться на добыче в 2022 г. Мы считаем снижение добычи в 1П2022г. временным и сохраняем прогноз добычи на 2022 г. без изменений в размере 10.9-11.5 тыс. тонн, а прогноз продаж на уровне 13.4-13.9 тыс. тонн.

Таким образом, по итогам 1П2022 г. годовой план продаж выполнен на 59%, а годовой план добычи на 45%. 19 августа 2022 г. КазАтомПром опубликует финансовые результаты за 1П2022 г. Мы ожидаем, что выручка за 1П2022 г. составит 500-520 млрд тенге, при этом чистая прибыль 213-223 млрд тенге.

**Рост средних цен реализации.** Средняя цена реализации компании в 1П2022 г. выросла на 34% г/г до 39.7 \$/фунт на фоне роста мировых спот цен. При этом средняя спот цена на уран в 1П2022 г. составила 50 \$/фунт, что на 10 \$/фунт выше, чем средняя цена реализации КазАтомПром в 1П2022 г. Это объясняется тем, что цены по краткосрочным контрактам КазАтомПром формируются на основе спот цен в момент заключения контракта, и эти цены могут существенно отличаться от спот цен в момент поставки продукции. В апреле спот цены на уран достигли максимального в этом году уровня 63.7 \$/фунт. На текущий момент цены формируются в диапазоне 45-50 \$/фунт.

**Транспортировка урана через Россию осуществляется без сбоев и задержек.** В течение 1П2022 г. не было сбоев или задержек, связанных с экспортом продукции по основному маршруту через порт Санкт-Петербург. Тем не менее, в целях минимизации рисков КазАтомПром получил разрешение на транспортировку 3 500 тонн продукции (25% от продаж) по Транс-Каспийскому маршруту Актау (Казахстан)-Алят (Азербайджан)-Поти (Грузия). [При этом канадская Самесо в отчете по итогам 2кв2022 г. сообщила, что в течение 2022 г. не совершала отгрузок своей части продукции по СП Инкай](#) ввиду того, что воздерживается от транспортировки продукции через РФ и в данный момент ведет работу по организации транспортировки урана через Транс-Каспийский маршрут.

**Изменение метода расчета и ставки НДС.** 11 июля в Налоговый Кодекс РК были внесены изменения, которые вступят в силу с 1 января 2023 г. Данные изменения затронули метод расчета и ставку НДС по

урану. С 1 января 2023 г. НДС по урану будет рассчитываться на основе спот цены с применением ставки 6%. Ранее расчет НДС производился на основе производственной себестоимости с применением ставки 18.5%. Мы рассчитали ретроспективно применение обновленного налогообложения для 2018-2021 гг. По нашим расчетам, ретроспективно расходы по НДС были бы выше в среднем на 31% (см. Рис. 3). Согласно нашим прогнозам, данная мера приведет к существенному росту расходов НДС в будущем. Однако в виду того, что расходы по НДС составляли в среднем около 7% от себестоимости за последние пять лет, чистый эффект на рост прогнозной себестоимости 2023 г. по нашим оценкам составит 6.6% при средней прогнозной спот цене 52 \$/фунт.

**Долгосрочный тренд на развитие мировой атомной энергетики продолжается.** Развитые и развивающиеся страны продолжают наращивать долю генерации электроэнергии за счет атомных электростанций. В частности, Франция объявила в этом году о планах строительства 6 новых реакторов. Отметим, что в стране уже действует 56 реакторов и 1 строится. Около 70% электроэнергии во Франции вырабатывается атомными электростанциями, что является одним из самых высоких показателей в мире. Кроме того, Франция является одним из крупнейших мировых экспортеров электроэнергии. В случае сбоя поставок российского газа в Европу в зимние месяцы, зависимость европейских стран от поставок электроэнергии из Франции может увеличиться кратно. В целом по ЕС атомная энергетика обеспечивает около 25% генерации электроэнергии.

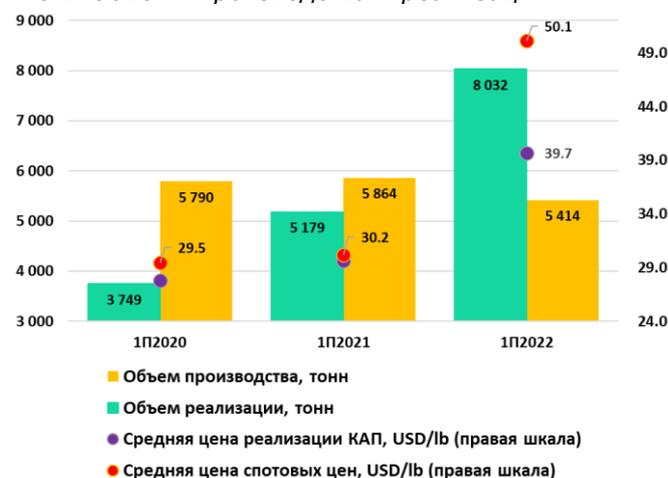
**Корректировка целевой цены.** Учитывая благоприятные прогнозы по развитию атомной энергетики, мы повысили долгосрочные цены на уран на период 2023-2027 гг. в среднем на 2-3 \$/фунт. В связи с ростом базовой ставки НБК и доходности к погашению государственных облигаций РК мы увеличили WACC в нашей модели с 14.3% до 16.2%. Также мы повысили прогнозные расходы по НДС в соответствии с изменением метода расчета и применяемой ставки налога. В итоге мы скорректировали 12М ЦЦ с 16 701 тенге/акцию до 15 508 тенге/акцию, стоимость ГДР с 36.31 \$/ГДР до 32.58 \$/ГДР.

Рис 1. Ожидания компании по объемам производства на 2022-2023 гг.

Показатель	Ед. изм.	2022П	2023П
Объем производства U3O8 (Консолидированная)	Тонна	21 000 - 22 000	22 500 - 23 000
Объем производства U3O8 (по доле участия)	Тонна	10 900 - 11 500	12 550 - 13 000
Объем реализации U3O8 (Консолидированная)	Тонна	16 300 - 16 800	
вкл. объем реализации КАП (по доле участия)	Тонна	13 400 - 13 900	

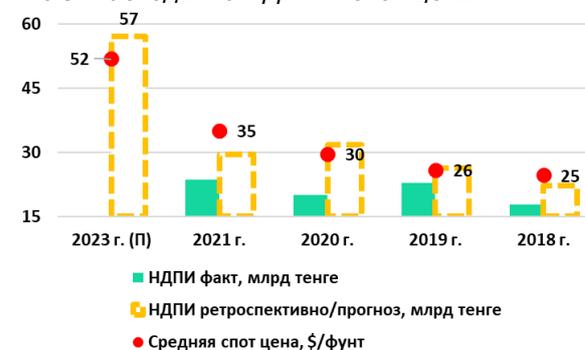
Источник: данные компании

Рис 2. Объемы производства и реализации КАП.



Источник: данные компании

Рис 3. Расходы по НДС и спот цены.



Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Рис 4. Расчет 12M целевой цены.

Т млрд	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	911	1 066	1 188	1 387	1 571	1 920
Себестоимость	-449	-539	-580	-642	-708	-791
Расходы по реализации	-17	-20	-22	-24	-27	-30
Общие и административные расходы	-33	-35	-36	-38	-40	-42
<b>ЕВИТ</b>	<b>412</b>	<b>473</b>	<b>550</b>	<b>682</b>	<b>796</b>	<b>1 057</b>
" +Амортизация"	64	79	76	74	72	71
<b>ЕВИТDA adj</b>	<b>476</b>	<b>552</b>	<b>626</b>	<b>757</b>	<b>868</b>	<b>1 128</b>
" -Налог на прибыль"	-83	-96	-111	-138	-161	-213
" -Капитальные инвестиции"	-123	-48	-54	-49	-56	-49
" -Изменения в оборотном капитале"	-101	-19	6	-5	20	-96
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>168</b>	<b>389</b>	<b>467</b>	<b>564</b>	<b>672</b>	<b>769</b>
<b>WACC</b>	<b>16.2%</b>					
Т млрд						
Потоки в стадии роста	1 724					
Терминальная стоимость	5 539					
Приведенная термин. стоимость	2 429					
<b>Стоимость компании</b>	<b>4 153</b>					
Чистый долг	-164					
Доля меньшинства	295					
Акционерная стоимость компании	4 022					
Кол-во акций в обращении (млн)	259.36					
<b>Справедливая стоимость, Т/акцию</b>	<b>15 508</b>					
<b>Справедливая стоимость, \$/ГДР</b>	<b>32.58</b>					

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

## Приложение 1. Прогноз основных финансовых показателей.

Т млрд	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
<b>АКТИВЫ</b>							
Нематериальные активы	59	59	60	60	61	62	63
Основные средства	171	171	173	177	183	191	203
Затраты по подготовке к производству	139	222	212	207	196	191	175
Права на недропользование	553	530	507	486	465	445	427
Прочие инвестиции	155	155	155	155	155	155	155
Прочие долгосрочные активы	103	103	103	103	103	103	103
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>1 180</b>	<b>1 240</b>	<b>1 209</b>	<b>1 188</b>	<b>1 162</b>	<b>1 146</b>	<b>1 125</b>
Дебиторская задолженность	220	275	234	195	152	82	105
Запасы	276	308	369	397	440	485	542
ДС и эквиваленты	161	162	216	202	162	232	203
Прочие краткосрочные активы	113	89	102	113	130	146	176
<b>Итого краткосрочные активы</b>	<b>772</b>	<b>833</b>	<b>921</b>	<b>907</b>	<b>883</b>	<b>944</b>	<b>1 025</b>
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>	<b>1 952</b>	<b>2 073</b>	<b>2 131</b>	<b>2 095</b>	<b>2 045</b>	<b>2 091</b>	<b>2 150</b>
<b>КАПИТАЛ</b>							
Акционерный капитал и резервы	41	41	41	41	41	41	41
Нераспределенная прибыль	1 148	1 277	1 320	1 369	1 309	1 343	1 388
Неконтролирующая доля владения	347	347	347	347	347	347	347
<b>ИТОГО КАПИТАЛ</b>	<b>1 537</b>	<b>1 666</b>	<b>1 709</b>	<b>1 758</b>	<b>1 697</b>	<b>1 732</b>	<b>1 777</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>							
Кредиты и займы	78	91	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	178	178	178	178	178	178	178
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>256</b>	<b>269</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>178</b>
Кредиты и займы	11	0	91	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	66	74	88	95	105	116	130
Прочие краткосрочные обязательства	81	64	64	65	65	65	66
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>159</b>	<b>138</b>	<b>244</b>	<b>160</b>	<b>170</b>	<b>181</b>	<b>195</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>414</b>	<b>407</b>	<b>421</b>	<b>338</b>	<b>348</b>	<b>359</b>	<b>373</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>	<b>1 952</b>	<b>2 073</b>	<b>2 131</b>	<b>2 095</b>	<b>2 045</b>	<b>2 091</b>	<b>2 150</b>

Т млрд	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	691	911	1 066	1 188	1 387	1 571	1 920
Себестоимость	-403	-449	-539	-580	-642	-708	-791
Валовая прибыль	288	462	528	608	744	863	1 129
Расходы по реализации	-16	-17	-20	-22	-24	-27	-30
Общие и административные расходы	-34	-33	-35	-36	-38	-40	-42
<b>Операционная прибыль</b>	<b>238</b>	<b>412</b>	<b>473</b>	<b>550</b>	<b>682</b>	<b>796</b>	<b>1 057</b>
Прочие доходы, нетто	43	43	53	46	57	48	59
<b>Прибыль до КПП</b>	<b>282</b>	<b>455</b>	<b>526</b>	<b>596</b>	<b>739</b>	<b>844</b>	<b>1 116</b>
КПП	-62	-83	-96	-111	-138	-161	-213
<b>ПРИБЫЛЬ ЗА ГОД</b>	<b>220</b>	<b>372</b>	<b>431</b>	<b>485</b>	<b>601</b>	<b>683</b>	<b>902</b>

Т млрд	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
<b>Денежные потоки от</b>							
операционной деятельности	119	335	491	567	670	775	877
инвестиционной деятельности	-71	-80	-48	-54	-49	-56	-49
финансовой деятельности	-2	-254	-388	-527	-661	-649	-857
Чистое изменение денежных средств	46	0	55	-14	-40	70	-29
Денежные средства и эквиваленты на начало года	113	161	162	216	202	162	232
Денежные средства и эквиваленты на конец года	161	162	216	202	162	232	203

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2022 г., все права защищены.

**Департамент исследований**

**E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж**

**E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance