

Новая оценка и финансовые и операционные результаты за 2024 г.

Актанов Амир

a.aktanov@halykfinance.kz

16 мая 2025 г.

Тикер	KZAP KZ		
Рекомендация	Держать		
Текущая цена, Т/акция	18 753		
Текущая цена, \$/ГДР	37.2		
Целевая цена (12 мес.), Т/акция	19 212		
Ожид. потенциал роста (снижения)			
Кол-во простых акций (млн)	259		
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн Т	57.3		
Рыночн. кап-ция (млрд Т)	4 864		
Основные акционеры:			
Самрук-Казына	63%		
СІПІВАНК (номинальный держатель)	24%		
Минфин РК	12%		
Кредитные рейтинги			
Moody's	Baa1/Стабильный	11.09.2024	
Fitch Ratings	BBB/Стабильный	15.01.2025	
Фин. показатели (млрд Т)			
	2024	2025П	2026П
Выручка	1 813	2 228	2 871
EBITDA	933	1 120	1 320
Чистая прибыль, скор. (собственникам)	872	673	823
EPS, Т	3 363	2 595	3 175
Собственный капитал	2 998	3 343	3 796
Оценка			
	2024	2025П	2026П
EV/Sales	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	6.0	5.0	4.3
P/E	5.6	7.2	5.9
P/B	1.7	1.5	1.3
ROE	29%	20%	22%
Изменение цены			
	KZAP		KASE
1М	11%		1%
3М	-4%		2%
12М	-1%		13%
Максимум за 52 недели	21 280		5 777
Минимум за 52 недели	16 100		4 978
Максимум за 52 недели, \$/ГДР	46.9		
Минимум за 52 недели, \$/ГДР	29.8		



Источник: Расчеты Halyk Finance, Bloomberg, IRIS

Уважаемые клиенты, представляем вашему вниманию обзор финансовых и операционных результатов компании КазАтомПром (здесь и далее КАП) за 2024 год. Компания вновь порадовала инвесторов сильной отчётностью, отметившись рекордными финансовыми показателями. Чистая прибыль и выручка КАП не только сохранили двузначные темпы роста, но и превзошли наши прогнозные оценки. Однако ошутимое падение стоимости урана вместе с недавним снижением глобального аппетита к риску в результате разворачивания торговых войн между ведущими экономиками мира оказали давление на котировки производителей урана, которые вместе с рынком скорректировались, но сумели к настоящему моменту восстановить большую часть потерь на фоне усиления оптимизма на рынке.

В результате пересмотра объёмов реализации урана и его стоимости в прогнозный период, а также учитывая изменения в налоговом законодательстве, предусматривающие кратное увеличение ставки НДС начиная с 2026 года, мы пересматриваем целевую стоимость акции КАП с ₸22 822 до ₸19 212 и выносим рекомендацию «держать» долевые инструменты компании.

Ключевые допущения нашей модели оценки стоимости акции КазАтомПром:

- Ввиду заметного снижения котировок урана прогнозная цена реализации металла была пересмотрена в сторону снижения. Средняя цена на металл в 2024 году составляла \$86.3 за фунт в сравнении со средней стоимостью в \$67.8 за фунт в 2025 году;
- С 2025 года ставка НДС на уран увеличится с 6% до 9%, а уже начиная с 2026 года изменится методика расчёта ставки, которая предусматривает дифференцированный подход. В результате этого начиная со следующего года ставка НДС может достичь 18%, что приведёт к увеличению затрат компании;
- Корректировка в сторону роста номинального обменного курса USDKZT в прогнозный период;
- Увеличение капитальных расходов в прогнозный период;
- Ввиду повышения безрисковой ставки и стоимости долгового капитала, размер ставки дисконтирования увеличился.

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

Цены на уран отреагировали заметным подъёмом после того, как крупнейший производитель металла КАП

Рис 1. Динамика цен на уран, \$/фунт



Источник: Bloomberg

Рис 2. Глобальный рост в производстве электроэнергии, Твт*ч

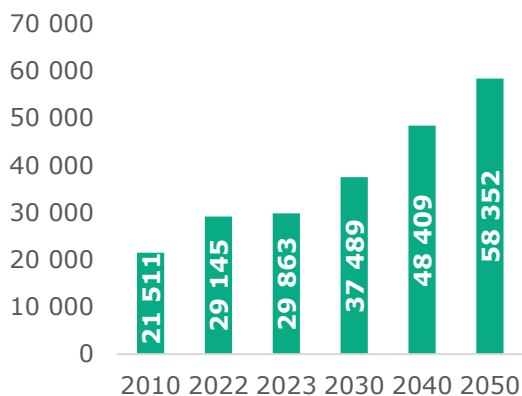
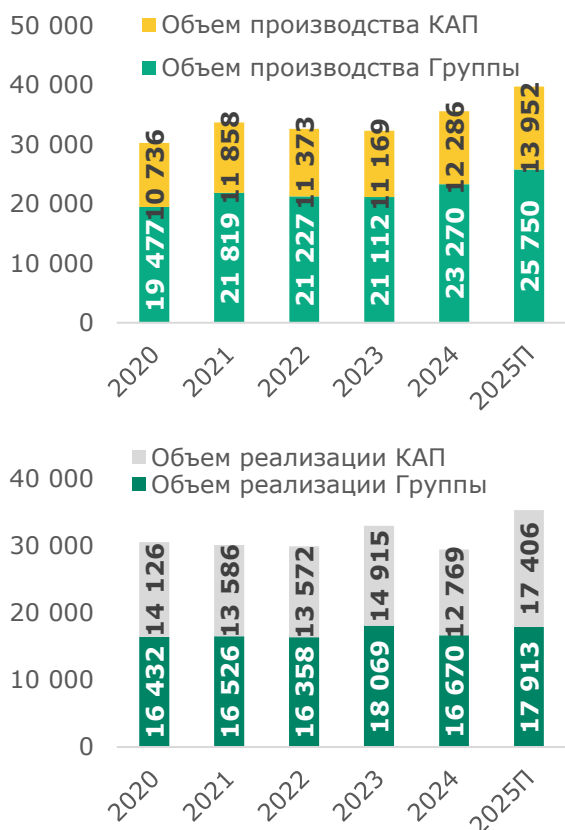


Рис 3. Операционные показатели, тонн



пересмотрел в сторону снижения прогнозы производства металла на 2024–2025 годы. В результате стоимость металла выросла сразу на 8% и достигнув локального максимума в \$106 за фунт перешла к снижению (см. рис. №1).

Уран движение против рынка. К настоящему моменту цены на уран опустились до \$70 за фунт, продолжив снижаться с прошлого года, игнорируя позитивную динамику на мировых фондовых биржах. В 2024 году индексы S&P 500 и NASDAQ выросли на 23% и 29% соответственно, европейские бенчмарки также показали позитивную динамику, где в большей степени преуспел немецкий DAX (+19%), однако цены на уран за данный период времени скорректировались более чем на 20% до \$72.9 за фунт.

Рынок позитивно оценивает перспективы урана. В апреле котировки металла падали до уровня \$64 за фунт, но на фоне усиления аппетита к риску восстановились к уровню \$70 за фунт. Однако, по оценкам аналитиков цены на уран возобновят положительную динамику на горизонте следующих лет. Так, например, консенсус-прогноз стоимости металла на уран предполагает его увеличение до \$90 за фунт в следующем году и небольшой откат до \$75 за фунт и \$85 за фунт соответственно в 2027–2028 гг.

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

Приоритетная роль в замещении углеводородов отведена урану, который способен компенсировать естественное сокращение потребления угля и других углеводородов в генерации электроэнергии. По данным Международного агентства по атомной энергии (IAEA), в настоящий момент в мире строится 62 атомных реактора, более половины из которых в странах, которые формируют значимую часть выручки КАП, а именно в Китае (28 реакторов) и в России (4 реактора).

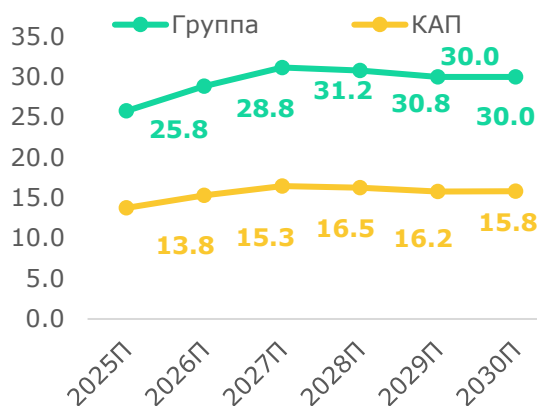
Рост генерации электроэнергии. Уран — это незаменимое топливо для энергии будущего. Международное энергетическое агентство (IEA) прогнозирует, что генерация электроэнергии в мире к 2040 году увеличится на 62% и повысится на 95% за период с 2023–2050 гг. В абсолютном значении рост в производстве электроэнергии к 2040 году увеличится до 48 409 Твт*ч и до 58 352 Твт*ч к 2050 году.

Согласно Всемирной Урановой Ассоциации (WNA), на долю ядерной энергетики приходится примерно 9% мирового производства электроэнергии, и она служит основным источником энергии на развитых рынках, таких как Европейский Союз (22.8%) и США (18.6%).

Операционные показатели 2024 года. В прошлом году объем продаж урана по КАП составил 12 769 тонн и оказался выше прогнозного ориентира самой компании на уровне 11.5–12.5 тыс. тонн. Снижение продаж в отчетном периоде было ожидаемым и относительно 2023 года объем реализации металла снизился на 14%, однако сокращение

Источник: КАП, расчеты и прогнозы Halyk Finance

Рис 4. Прогнозы объемов производства урана, тыс. тонн



Источник: прогнозы JP Morgan (08.04.2025 г)

Рис 5. Средняя цена реализации урана, \$/фунт

\$/фунт	2021	2022	2023	2024
Средняя спотовая цена	34.9	49.7	66.6	86.3
КазАтомПром	32.3	49.2	52.1	65.7
Cameco	34.5	44.7	49.8	58.3

Источник: КазАтомПром, Cameco, Bloomberg

Рис 6. Рыночные и фактические цены реализации

Средняя спотовая цена на уран (\$/фунт)	Средняя цена реализации КАП (\$/фунт)				
	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
20	-	26	24	25	22
40	-	40	40	40	39
60	50	54	56	56	58
80	67	70	74	74	75
100	83	82	89	88	92
120	98	95	104	103	109
140	113	107	119	117	126

Источник: КазАтомПром

Рис 7. Дифференцированный подход расчета ставки НДПИ

Объем годовой добычи	Ставка
До 500 тонн включительно	4%
до 1 000 тонн включительно	6%
до 2 000 тонн включительно	9%
до 3 000 тонн включительно	12%
до 4 000 тонн включительно	15%
свыше 4 000 тонн	18%

Средневзвешенная цена урана	Ставка
Свыше \$70 за фунт	0.5%
Свыше \$80 за фунт	1.0%
Свыше \$90 за фунт	1.5%
Свыше \$100 за фунт	2.0%
Свыше \$110 за фунт	2.5%

Источник: КазАтомПром

уровня продаж было полностью нивелировано ростом средней цены реализации металла сразу на 26% до \$65.7 за фунт.

Объем производства урана на 100%-й основе оказался вблизи верхнего ориентира Группы и составил 23 270 тонн (+10%) и 12 286 тонны (+10%) отдельно по КАП.

Прогнозы производства урана на 2025 год. Следует отметить, что Группа добыла в 2024 году рекордный объем урана и согласно прогнозным ожиданиям компании, продолжит расширение добычи уже в этом году.

В текущем году Группа планирует добыть 25.0–26.5 тыс. тонн урана, что в среднем на 10.7% больше результата 2024 года, но меньше амбициозного ориентира в 30.5–31.5 тыс. тонн, который компания планировала достичь до возникновения проблем с доступностью серной кислоты.

Тем не менее, прогнозное увеличение уровня производства урана вместе с ростом средних цен реализации металла способны и дальше оказывать поддержку финансовым результатам КАП. В 2024 году компания зафиксировала не только рекордный объем выручки и прибыли, но и получила рекордный объем свободного денежного потока.

Ожидается, что продажи урана Группы в 2025 году увеличатся до 17.5–18.5 тыс. тонн и составят 14–15 тыс. тонн отдельно по КАП. Объем производства урана КАП в 2025 году ожидается на уровне 13–14 тыс. тонн.

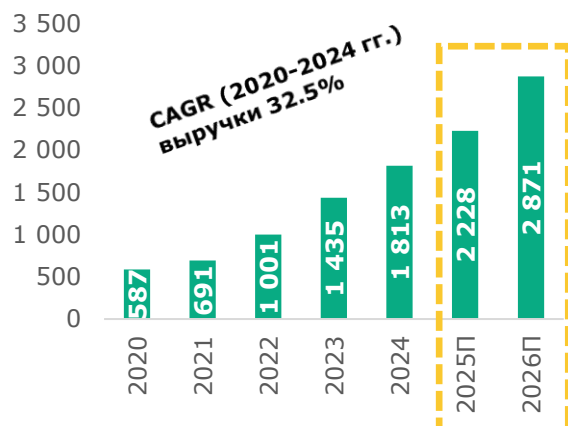
JP Morgan прогнозирует увеличение производства урана в Казахстане. Хотя КазАтомПром не делится прогнозами уровня производства урана на 2026 год и следующие за ним года, эксперты ведущего американского инвестиционного банка JP Morgan, дают прогнозные оценки уровня производства урана Группой, которые указывают на рост предложения с достижением пика в 2027–2028 гг.

По оценкам инвестбанка, объем производства урана Группы в 2026 году увеличится до 75 млн фунтов (28 848 тонн) и достигнет пика в 81 млн фунтов (31 156 тонн) в 2027 году, что соответствует прогнозам КАП по уровню производства до возникновения проблем с серной кислотой. В 2028 году ожидается небольшое сокращение уровня производства до 80 млн фунтов (30 772 тонн) и 78 млн фунтов (30 002 тонн) в 2029–2030 гг. (см. рис. №4).

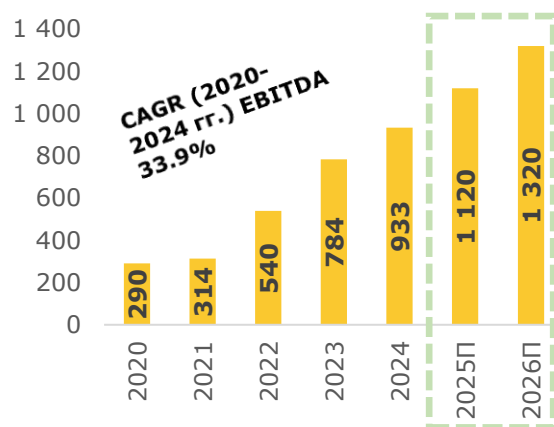
Уровень производства урана КАП может превысить 15 тыс. тонн после 2026 года. За последние годы доля КазАтомПром в общей добыче по Группе оставалась стабильной и составляла в среднем 54%. Таким образом, уровень производства урана в следующем году может вырасти до 15 317 тонн и расшириться до 16 466 тонн в 2027 году.

КазАтомПром продолжает реализовывать уран по ценам ниже спотовых. Ралли цен на уран в 2023–2024 годах привело к тому, что цены на металл удвоились в стоимости и в начале прошлого года торговались на многолетних максимумах, превысив трёхзначные рубежи.

Это оказалось абсолютной неожиданностью для рынка и для крупных урановых компаний, которые до бурного роста котировок металла заключили долгосрочные

Рис 8. Доходы КАП, млрд тенге


Источник: КазАтомПром, прогнозы Halyk Finance

Рис 9. EBITDA КАП, млрд тенге


фиксированные контракты с клиентами, исключаящие возможность резкого роста отпускных цен на металл.

В отличие от нефтяных предприятий и металлургов, которые реализуют сырье и металлы по ценам близким к средним значениям за период, производители урана в последние два года продают металл по ценам существенно отличным от среднего значения за период (см. рис. №5).

Так, например, при средней спотовой цене урана в 2024 году на уровне \$86.3 за фунт, КАП реализовывал металл по цене \$65.7 за фунт, а второй по объёму добычи урана в мире канадский производитель Cameco продавал металл по \$58.3 за фунт. В 2023 году средняя цена реализации урана КАП и Cameco составляла \$52.1 и \$49.8 за фунт соответственно, что также существенно ниже средней стоимости урана за соответствующий период в \$66.6 за фунт.

Компания отмечает, что текущий контрактный портфель Группы коррелирует со спотовыми ценами на уран, однако некоторые поставки в 2024 году осуществлены по долгосрочным контрактам, включающим в себя компоненты фиксированной цены, в том числе ценовые потолки, которые были сформированы в условиях сравнительно низких спотовых цен предыдущих периодов.

По данным самой компании, при средней стоимости урана на уровне \$80 за фунт в 2025 году, средняя цена реализации по сделкам КАП составит \$67 за фунт (см. рис. №6) и \$54 за фунт при средней рыночной цене на уровне \$60 за фунт. В следующие года данная диспропорция сгладится тем, что средняя цена реализации урана КАП может приблизиться к средним значениям урана за период.

Рост ставки НДС. С 2025 года ставка НДС на уран увеличится с 6% до 9%, а уже начиная с 2026 года изменится методика расчёта ставки, которая примет дифференцированный подход. Ставка налога будет зависеть от фактических объемов годовой добычи урана, к которой добавится дополнительный процент в зависимости от средневзвешенной стоимости металла за период. К примеру, при существующем объеме производства урана ставка НДС может превысить 18% (см. рис. №7).

Таким образом, кратное увеличение ставки с 6% до 18% в 2026 году на горизонте следующих лет может привести к резкому увеличению издержек компании. Так, например, налоги, кроме КРН увеличились в 2024 году до ₸91.5 млрд в сравнении с ₸55.9 млрд в 2023 году и ₸32.2 млрд в 2022 году. В текущем году мы прогнозируем, что налоги, кроме КРН могут превысить ₸106.8 млрд как за счёт увеличения ставки НДС с 6% до 9%, так и по причине ожидаемого расширения объемов добываемого урана.

Налог на НДС рассчитывается путём произведения объёма добытого урана, средней цены реализации, средневзвешенного курса тенге и ставки НДС. Таким образом, на горизонте следующих лет (2025–2026 гг.) данная статья расходов может привести к стабильному увеличению себестоимости и, как следствие, это может негативно сказаться на маржинальности бизнеса КАП.

Основные итоги 2024 года. Доходы компании в 2024 году выросли до ₸1 813.4 млрд (+26.4%) в большей

степени за счёт роста продаж природного урана до ₸1 412.5 млрд (+19.6%) и обогащённого урана на 172.8% до ₸248.8 млрд. Данные статьи доходов формируют почти 92% от всей выручки компании в сравнении с 89% годом ранее.

Себестоимость продолжила расти большими темпами, чем выручка и увеличилась на 38.7% до ₸931.6 млрд как за счёт увеличения расходов на сырьё и материалы до ₸518.6 млрд (+42.1%), так и по причине повышения отчислений на износ и амортизацию до ₸119.9 млрд (+29.2%). Расходы на переработку и прочие услуги возросли до ₸103.7 млрд в сравнении с ₸71.1 млрд годом ранее. Расходы на налоги, кроме КПН возросли на 63.8% до ₸91.5 млрд, а на оплату труда персонала до ₸71.3 млрд (+15.3%).

В результате опережающих темпов роста себестоимости относительно выручки, маржа валовой прибыли снизилась с 53.2% до 48.6%, но тем не менее находится значительно выше уровней до 2020 года. Например, в 2017 года маржа валовой прибыли была вдвое меньше сегодняшнего значения и составляла 24.2%. На этом фоне валовая прибыль повысилась на 15.6% до ₸881.7 млрд.

Рост операционной прибыли. Расходы по реализации и общие и административные расходы снизились до ₸26.2 млрд (-9.1%) и ₸48.7 млрд (-8.4%) соответственно. Операционная прибыль выросла на 18.5% и превысила ₸806.6 млрд. Маржа операционной прибыли составила 44.5% в сравнении с 47.5% годом ранее.

Приобретение бизнеса. В анализируемом периоде компания признала чистый доход от приобретения бизнеса на сумму ₸295.7 млрд. Чистый результат от приобретения бизнеса представляет собой превышение справедливой стоимости инвестиций в СП над его балансовой стоимостью в ₸295.7 млрд.

Оценка идентифицируемых активов и обязательств была произведена независимым оценщиком. На основании оценки стоимость активов увеличилась в большей степени за счет переоценки прав недропользования.

Признание многомиллиардного чистого дохода от приобретения бизнеса в преимущественной степени было связано с переоценкой прав недропользования, в результате чего балансовая стоимость предприятия увеличилась с ₸11.7 млрд до ₸709.8 млрд. Неденежная статья доходов позволила значительно нарастить уровень чистой прибыли, однако ее итоговый эффект отразился в отчете о движении денежных средств.

Неоперационные статьи доходов увеличили прибыль. Чистая прибыль от курсовой переоценки в 2024 году сложилась на уровне ₸73.5 млрд в сравнении с убытком в ₸21.3 млрд тенге годом ранее. Львиная доля неденежной прибыли в объёме ₸53.9 млрд тенге была получена в последней четверти года, когда курс казахстанского тенге заметно ослаб на валютном рынке на фоне снижения цен на нефть и падения курса российского рубля.

Так, на конец года курс доллара США составлял ₸524.5 в сравнении с ₸481.5 на начало 4кв2024 г. и ₸454 на начало года. Доля в результатах деятельности ассоциированных

предприятий выросла на 87.4% до ₸142.5 млрд. Доля в результатах совместных предприятий сложилась на уровне ₸17.0 млрд (-23.8%).

Успехи КАП в операционной деятельности вместе с заметным увеличением неоперационных компонентов доходов позволили компании удвоить чистую прибыль. В результате по итогам 2024 года чистая прибыль компании превысила ₸1 132.1 млрд. Объем чистой прибыли, относимый к собственникам компании вырос на 108% до ₸872.2 млрд. Чистая прибыль, причитающаяся миноритариям выросла до ₸260 млрд (+61%).

Рост долговых обязательств. Несмотря на значительный объем ликвидности на балансе, компания в 2024 году увеличила долг на 73.5% с ₸86.3 млрд до ₸149.7 млрд. В 2025 году компании предстоят выплаты по кредитам и облигациям в объеме ₸43.3 млрд, из которых большая часть придется на выплаты кредитов в тенге на сумму ₸37.5 млрд ТОО «Степногорскому горно-химическому комбинату».

Тем не менее, несмотря на рост размера долговых обязательств в 2024 году, компания по-прежнему сохраняет комфортные показатели долговой нагрузки, а объем денежных средств на балансе вдвое превышает размер долга. По нашим оценкам, отношение показателя долг/EBITDA составляет 0.16x.

Перспективы роста дивидендных выплат. На майском ГОСА в 2024 году акционеры КазАтомПром одобрили дивиденды по итогам 2023 года. Размер дивиденда на одну акцию составил ₸1 213.19, что на 56.6% выше уровня предыдущего дивиденда в размере ₸774.88. Выплаты дивидендов в сумме ₸314.65 млрд были осуществлены в конце мая 2024 года и составили 75% от уровня свободного денежного потока за 2023 год.

В апреле 2025 года совет директоров рекомендовал установить размер дивиденда на одну простую акцию в размере ₸1 264.12. Дивидендная доходность по акциям КазАтомПром к текущей цене превышает 6.7%. Увеличение объемов производимого урана вкупе с прогнозным восстановлением цен на металл способны оказать поддержку финансовым результатам компании. Мы видим перспективы роста дивидендных выплат за счёт расширения свободного денежного потока.

Исходя из дивидендной политики компании, размер дивиденда зависит от текущего уровня значения показателя чистый долг/скорректированная EBITDA. При значении данного показателя ниже 1x, компания поощряет акционеров более высокими выплатами, направляя на дивиденды как минимум 75% от свободного денежного потока.

Модель оценки. Для оценки справедливой стоимости долевых финансовых инструментов КазАтомПром мы применили «модель дисконтирования свободных денежных потоков акционерам», (Discounted Cash Flow – Free Cash Flow for to Equity, DCF – FCFE).

Модель DCF – FCFE построена на основе наших прогнозов производственных и финансовых показателей эмитента на 2025–2030 годы с используемыми прогнозными

значениями уровня отпускных цен реализации урана и прогнозного обменного курса USDKZT. Кроме того, мы увеличили прогнозный уровень капитальных расходов на будущий период.

При этом мы учитываем, что фактические значения некоторых параметров могут существенно отклоняться от прогнозируемых нами значений под влиянием как внутренних, так и внешних факторов. Кроме того, часть показателей была спрогнозирована на основе субъективных оценочных суждений.

Повышение ставки дисконтирования. Увеличение уровня безрисковой ставки (10-летние ГЦБ Казахстана) до 14.1% привело к тому, что уровень ставки стоимости капитала вырос до 19.1%, при этом снижение премии за риск инвестирования в казахстанские акции в некоторой степени сгладило темпы увеличения уровня стоимости капитала (Cost of Equity).

Снижение целевой цены. В результате корректировок модели оценки мы пересмотрели целевую цену по акциям КАП с ₸22 822 до ₸19 212 и рекомендуем «Держать» акции компании.

Приложение 1. Отчёт о прибылях и убытках

млрд ₸	2021	2022	2023	2024	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Выручка	691.0	1 001.2	1 434.6	1 813.4	43.3%	26.4%
Себестоимость реализации	-403.0	-475.1	-671.9	-931.6	41.4%	38.7%
Валовая прибыль	288.0	526.1	762.8	881.7	45.0%	15.6%
Маржа валовой прибыли	41.7%	52.5%	53.2%	48.6%	-	-
Общие и административные расходы	-15.7	-25.6	-28.9	-26.2	12.7%	-9.1%
Расходы по реализации	-34.1	-44.5	-53.1	-48.7	19.3%	-8.4%
Операционная прибыль	238.2	456.0	680.8	806.8	49.3%	18.5%
Маржа операционной прибыли	34.5%	45.5%	47.5%	44.5%		
Финансовые доходы/(расходы), нетто	0.4	8.9	31.9	11.9	258.5%	-62.8%
Прибыль (убыток) от курсовой переоценки	3.3	17.3	-21.3	73.5	-	-
Доля в результатах ассоциированных предприятий	47.3	75.7	76.0	142.5	0.4%	87.4%
Доля в результатах СП	4.3	13.3	22.3	17.0	67.4%	-23.8%
Неоперационные доходы/(расходы)	-11.9	12.5	-61.4	317.3	-	-
Прибыль до налогообложения	281.6	583.7	728.3	1 369.1	24.8%	88.0%
Маржа доналоговой прибыли	40.8%	58.3%	50.8%	75.5%	-	-
Налоги	-61.6	-110.7	-148.0	-237.0	33.7%	60.1%
Чистая прибыль	220.0	473.0	580.3	1 132.1	22.7%	95.1%
Маржа чистой прибыли	31.8%	47.2%	40.5%	62.4%	-	-
собственников компании	140.8	348.0	419.2	872.1	20.4%	108.1%
неконтролирующую долю	79.3	124.9	161.2	260.0	29.0%	61.3%
Чистая прибыль на акцию (EPS)	543	1 342	1 616	3 363	20.4%	108.1%

Источник: КАП, Расчеты Halyk Finance

Приложение 2. Бухгалтерский баланс

₸ млн	2021	2022	2023	2024	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Активы	1 951 504	2 222 533	2 599 292	3 821 881	17.0%	47.0%
Обязательства	414 403	526 030	591 025	824 330	12.4%	39.5%
Собственный капитал	1 537 101	1 696 503	2 008 267	2 997 551	18.4%	49.3%

Источник: КАП, Расчеты Halyk Finance

Приложение 3. Отчёт о движении денежных средств

₸ млн	2021	2022	2023	2024	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Операционная деятельность	118 729	283 859	432 225	516 487	52.3%	19.5%
Инвестиционная деятельность	-71 241	-10 893	-61 200	-42 415	461.8%	-30.7%
Финансовая деятельность	-1 843	-268 877	-319 425	-415 264	18.8%	30.0%

Источник: КАП, Расчеты Halyk Finance

Приложение 4. Расчёт справедливой стоимости акции КАП

млн тенге	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
EBIT	949 415	1 132 025	1 063 529	1 121 363	1 157 117
Амортизация	170 606	187 948	205 012	206 929	204 218
EBITDA	1 120 021	1 319 973	1 268 542	1 328 292	1 361 335
Расходы по подоходному налогу	226 527	277 098	264 693	282 902	294 492
Капитальные расходы	230 925	258 399	216 566	199 978	177 288
Изменение в оборотном капитале	-94 438	182 416	38 014	35 316	157 520
Net Int*(1-tax)	29 994	52 505	66 268	84 997	97 629
Net borrowing	-42 400	-56 066	-50 041	0	0
Свободные денежные потоки (FCFE)	744 601	598 500	765 497	895 093	829 665
Cost of Equity	19.1%				
Дисконтированные денежные потоки	667 084	446 571	479 423	470 536	366 081
Потоки в стадии роста (PV)	2 429 695				
Терминальная стоимость	5 786 381				
Терминальная стоимость (PV)	2 553 178				
Акционерная стоимость Компании	4 982 873				
Кол-во акций в обращении (млн)	259				
Справедливая стоимость, KZT/акция	19 212				
Справедливая стоимость, \$/ГДР	37.8				
Текущая цена, тенге/акция	18 753				
Потенциал роста/(снижения)	2%				
Рекомендация	Держать				

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Приложение 5. Основные показатели компании

	2020	2021	2022	2023	2024
Маржинальность и рентабельность					
Маржа валовой прибыли	45.6%	41.7%	52.5%	53.2%	48.6%
Маржа EBIT	38.1%	34.5%	45.5%	47.5%	44.5%
Маржа EBITDA	49.4%	45.5%	53.9%	54.6%	51.5%
Маржа чистой прибыли	31.2%	20.4%	34.8%	29.2%	48.1%
ROAE	14.2%	9.8%	21.5%	22.6%	34.8%
ROAA	10.9%	7.7%	16.7%	17.4%	27.2%
Изменение основных финансовых показателей					
Выручка	17.0%	17.6%	44.9%	43.3%	26.4%
Операционная прибыль	47.4%	6.4%	91.4%	49.3%	18.5%
EBITDA	28.3%	8.3%	71.8%	45.1%	19.1%
Чистая прибыль	-3.4%	-23.3%	147.2%	20.4%	108.1%
Показатели ликвидности и платежеспособности					
Коэффициент текущей ликвидности	4.8	4.9	3.5	3.0	3.9
Коэффициент денежной ликвидности	1.1	1.0	0.6	0.6	0.7
Обязательства/Собственный Капитал	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Обязательства/Активы	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Показатели долговой нагрузки					
Долг	97 826	89 017	138 271	86 252	149 707
Долг/EBITDA	0.34	0.28	0.26	0.11	0.16
Чистый долг/EBITDA	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
Коэффициент покрытия процентов	29.2	35.5	54.1	71.0	43.3
Показатели активности					
Оборачиваемость запасов, дней	257	231	257	222	159
Собираемость дебиторской задолженности, дней	65	89	90	89	111
Оборачиваемость кредиторской задолженности, дней	56	45	51	71	93
Операционный цикл, дней	322	320	346	311	270
Финансовый цикл, дней	266	275	295	239	177
Оборачиваемость активов	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5
Основные рыночные мультипликаторы					
P/E	13.6	29.5	9.8	11.3	5.6
P/B	1.9	2.8	2.1	2.4	1.7
P/S	4.2	6.0	3.4	3.3	2.7
EV/EBITDA	9.4	14.1	7.0	6.3	5.8
EV/Sales	4.7	6.4	3.8	3.5	3.1

Источник: Расчеты Halyk Finance, мультипликаторы рассчитаны исходя из цены акции на дату выхода отчетности, *чистая прибыль относимая к собственникам

© 2025 г. 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».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance