

Финансовые результаты за 3М2024 года

Актанов Амир

06 июня 2024 г.

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер	KZAP KZ		
Рекомендация	Покупать		
Текущая цена, тенге/акция	18 599		
Текущая цена, \$/ГДР	40.8		
Целевая цена (12 мес.), тенге/акция	22 822		
Ожид. потенциал роста/снижения	23%		
Кол-во простых акций (млн)	259		
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн тенге	43.2		
Рыночн. кап-ция (млрд тенге)	4 824		
Основные акционеры:			
Самрук-Казына	75%		
СІТІВАНК	24%		
Кредитные рейтинги			
Moody's	Ваа2/Позитивный	09.02.2024	
Fitch Ratings	ВВВ/Стабильный	19.01.2024	
Фин. показатели (млрд тенге)	2023	2024П	2025П
Выручка	1 435	1 641	2 307
ЕБИТДА	782	888	1 337
Чистая прибыль (собственникам)	419	555	847
EPS, тенге	1 616	2 140	3 265
Активы	2 599	2 828	3 393
Обязательства	591	615	774
Собственный капитал	2 008	2 213	2 619
Оценка	2023	2024П	2025П
EV/Sales	4.3	3.7	2.7
EV/ЕБИТДА	7.9	6.9	4.6
P/E	11.5	8.7	5.7
P/B	2.5	2.2	1.9
ROAA	17.4%	20.5%	27.2%
ROAE	22.6%	26.3%	35.1%
Изменение цены	KZAP KASE		
1М	6%		2%
3М	0%		5%
12М	52%		41%
Максимум за 52 недели	20 499		5 116
Минимум за 52 недели	12 000		3 481
Максимум за 52 недели (ГДР)	47.6		
Минимум за 52 недели (ГДР)	25.0		

Источник: Расчеты Halyk Finance, Bloomberg, IRIS

В конце мая КазАтомПром (КАП) опубликовал отчетность за первый квартал 2024 года. Сдвинутые графики поставок урана, характерные для бизнеса КазАтомПром, привели к тому, что доходы компании в январе-марте 2024 года снизились на 29.2% г/г до 269.8 млрд тенге, а чистая прибыль собственников уменьшилась на 54.6% до 46.9 млрд тенге. Тем не менее, Группа в 2024 году сохраняет планы реализовать 21-22.5 тонн урана (21.1 тонн в 2023 году) и 10.9-11.9 тонн урана отдельно по КАП (11.2 тонн в 2023 году). По этим причинам, наша модель оценки не претерпела изменений, и мы ожидаем, что КазАтомПром достигнет поставленных задач по продажам в 2024 году.

Ухудшение финансовых результатов в отчетном периоде было ожидаемым. До выхода отчета компания в начале мая предоставила операционные показатели за первый квартал 2024 года. Согласно обзору, объем продаж урана по Группе снизился сразу на 55% до 2 752 тонн. Из них отдельно продажи КазАтомПром уменьшились до 2 321 тонн (-62%). Частично нивелировать снижение объемов продаж позволили более высокие цены на металл. Так, средняя цена реализации урана по сделкам КАП выросла на 20% до \$56.15 за фунт. При этом, как отмечалось в [прошлом обзоре](#), компания не в полной мере смогла извлечь все выгоды от бурного роста котировок урана. Тем не менее, сохранение высоких цен на уран (текущая цена спот продолжает находиться выше \$90 за фунт), прогнозируемый рост спроса на чистые источники энергии в мире, возросшие перспективы по дальнейшему росту дивидендов, низкая долговая нагрузка и внушительный объем ликвидности на балансе являются основными факторами инвестиционной привлекательности долевых инструментов КазАтомПром. **Мы сохраняем целевую цену на уровне 22 822 тенге и подтверждаем рекомендацию «покупать» акции компании.**

Производственные результаты за 1кв2024 г.

Квартальному уровню доходов компании свойственна высокая волатильность по причине меняющихся из года в год сроков поставок урана, которые зависят во многом от запросов клиентов.

Объемы продаж каждого квартала могут существенно отличаться, а квартальные объемы продаж – варьироваться из года в год в связи с различиями графиков и запросов клиентов на поставку в течение года, а также фактическими физическими поставками.

Рис 1. Таблица чувствительности

Средняя спотовая цена на уран	Средняя цена реализации КАП (\$/фунт)				
	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
20	30	26	24	25	22
40	42	39	39	39	39
60	56	55	57	57	58
80	68	69	74	73	76
100	79	80	88	87	93
120	90	92	102	100	109
140	100	109	115	114	126

Рис 2. Операционные показатели, тонн

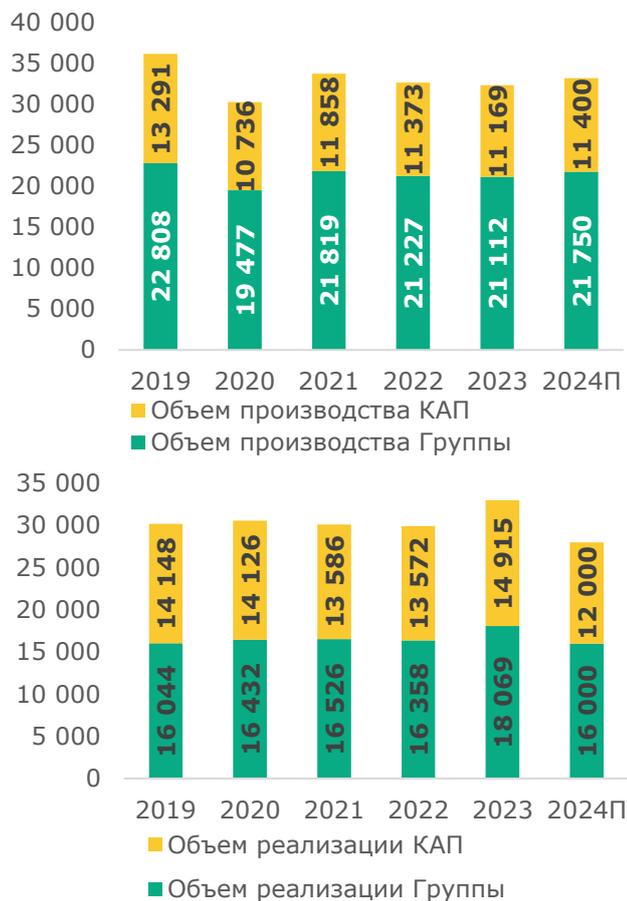
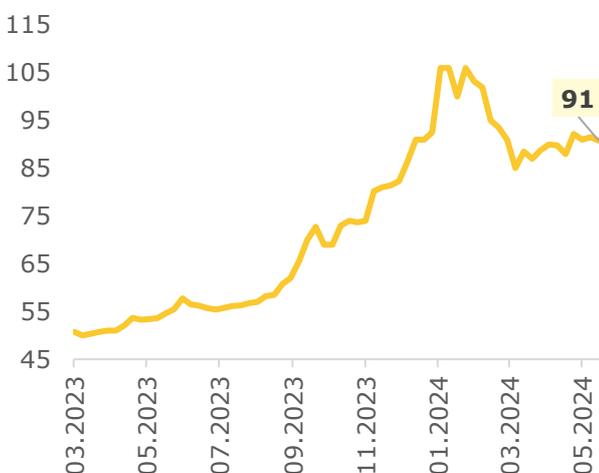


Рис 3. Спотовая цена на уран, \$/фунт



В первом квартале 2024 года объем продаж урана по Группе снизился сразу до 2 752 тонн (-55%), а отдельно по КазАтомПром до 2 321 тонн (-62%). Частично компенсировать темпы снижения выручки позволили более высокие цены на уран, которые в начале года выросли до многолетних максимумов, превысив \$100 за фунт.

Продажи урана по не самым выгодным ценам

Компания не в полной мере смогла извлечь все выгоды от бурного роста котировок цен на уран. Так, средняя цена спотовых цен на конец месяца по металлу превышала \$94.3 за фунт, что существенно выше цен продаж урана КАП в январе-марте 2024 года (\$56.15 за фунт).

КазАтомПром объясняет данное расхождение тем, что поставки по некоторым долгосрочным контрактам включают в себя продажи по фиксированным ценам, в том числе ценовые потолки, которые были сформированы в условиях сравнительно низких спотовых цен на уран в недавнем прошлом.

В целом, дальнейший успех компании во многом будет связан с возможностью реализации урана клиентам по наиболее выгодным для КАП ценам. Исходя из представленной компанией таблицы чувствительности (см. рис. №1) средних спотовых цен на уран, при средней цене металла на рынке на уровне \$100 за фунт, средние цены реализации по сделкам КазАтомПром составят \$79 за фунт в 2024 году, \$80 за фунт в 2025 году и \$88 за фунт в 2026 году. Учитывая, что текущая спотовая цена урана около \$90 за фунт, компания продает металл по цене около \$73.5 за фунт.

Пересмотр прогнозов на 2024 год

Как уже отмечалось в прошлом годовом обзоре, уровень производства урана в 2024 году на 100% основе составит 21 000 – 22 500 тонн, что на 14% меньше предыдущей оценки в 25 300 тонн. Это снижение было вызвано проблемами с обеспечением доступностью серной кислоты, которая является ключевым компонентом в технологическом процессе добычи урана.

В некоторой степени корректировки прогнозных показателей были связаны с задержками строительных работ на новых рудниках. Кроме того, в начале года компания изъяла прогноз операционных показателей на 2025 год и планирует предоставить его после выхода отчетности за второй квартал 2024 года.

Капитальные расходы на 2024 год

По ожиданиям компании, уровень капитальных расходов на 100% основе на 2024 год заложен на уровне 250-270 млрд тенге, что предполагает капитальные вложения КазАтомПром на уровне 137.2 млрд тенге.

КазАтомПром отмечает, что значительная часть расходов Группы, включая ее операционные,

Рис 4. Финансовые результаты, млрд тенге

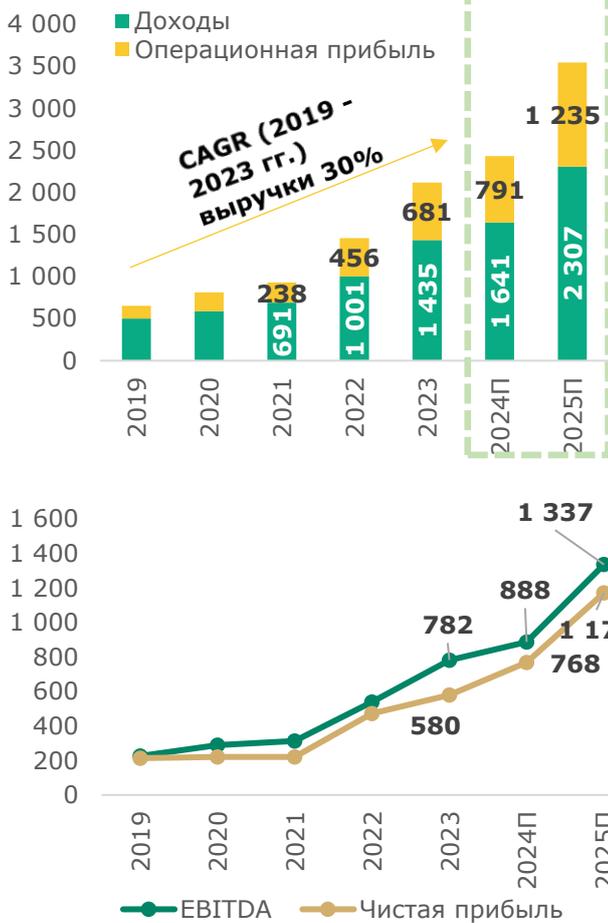
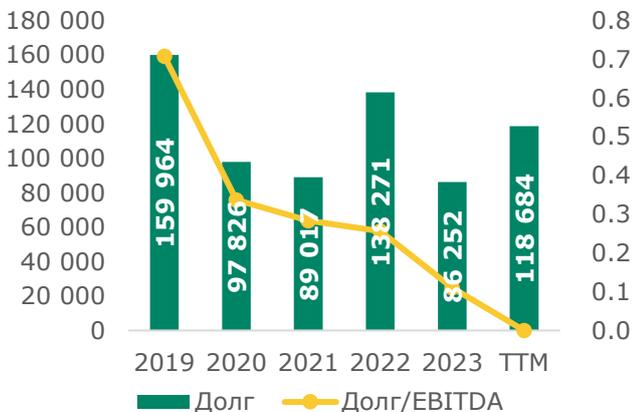


Рис 5. Показатели маржинальности

	2019	2020	2021	2022	2023	1К2024
Маржа валовой прибыли	38.8%	45.6%	41.7%	52.5%	53.2%	37.5%
Маржа EBITDA	45.0%	49.4%	45.5%	53.9%	54.5%	42.8%
Маржа чистой прибыли	37.8%	31.2%	20.4%	34.8%	29.2%	17.4%
Маржа EBIT	30.2%	38.1%	34.5%	45.5%	47.5%	32.6%

Рис 6. Долг и долговая нагрузка, млрд тенге



производственные и капитальные расходы, выражена в тенге. Таким образом, принимая во внимание, что большая часть доходов компания получает в долларах США, а большую часть расходов несет в тенге, компании выгодно укрепление курса доллара США к тенге.

Финансовые результаты за первый квартал 2024 года

Выручка компании в январе-марте 2024 года снизилась на 29.2% до 269.8 млрд тенге по причине сдвинутых графиков поставок урана. Доходы от продажи природного урана сложились на уровне 201.4 млрд тенге в сравнении с 339.6 млрд тенге годом ранее.

С середины 2023 года Группа реализует обогащенный уран, продажи которого в первом квартале текущего года превысили 47.1 млрд тенге. В общей сложности, урановый сегмент принес компании 250.5 млрд тенге, что составляет 92.8% от выручки КазАтомПром.

Себестоимость упала практически схожими с выручкой темпами и снизилась на 26.4% до 168.8 млрд тенге. В ее составе расходы на сырье и материалы сложились на уровне 101.5 млрд тенге (-41.1% г/г), а отчисления на износ и амортизацию составили 13.8 млрд тенге (+7.7% г/г).

Снижение маржинальности бизнеса

Валовая прибыль КазАтомПром в первом квартале 2024 года сократилась на 33.4% г/г до 101.1 млрд тенге. Маржа валовой прибыли составила 37.5% в сравнении с 39.8% в аналогичном периоде прошлого года.

Расходы по реализации сократились на 28.6% г/г до \$5.0 млрд. Расходы по погрузке, транспортировке и хранению в отчетном периоде сложились на уровне 3.9 млрд тенге (-34.1% г/г). Общие и административные расходы сократились более чем в два раза с 17.9 млрд до 8.2 млрд тенге. В их структуре расходы по оплате труда персонала выросли до 4.9 млрд тенге (+8.2% г/г), а консультационные и информационные услуги повысились до 1.2 млрд тенге (+11.4% г/г).

Операционная прибыль уменьшилась на 30.8% г/г до 87.8 млрд тенге. Маржа операционной прибыли сложилась на уровне 32.6% против 33.3% годом ранее. Чистый убыток по курсовой разнице в отчетном периоде составил 10.5 млрд тенге, что немногим меньше прошлогоднего значения. Прочие доходы в январе-июне 2024 года превысили 17.5 млрд тенге во многом за счет получения неденежной статьи дохода от переоценки и выбытия товарного займа в размере 14.3 млрд тенге.

За счет увеличения объема ликвидности на балансе и сохранению высоких процентных ставок, процентные доходы компании повысились на 42.3% г/г до 7.1 млрд тенге. Финансовые расходы возросли

Рис 7. Денежные средства, включая краткосрочные и долгосрочные ЦБ, млрд тенге

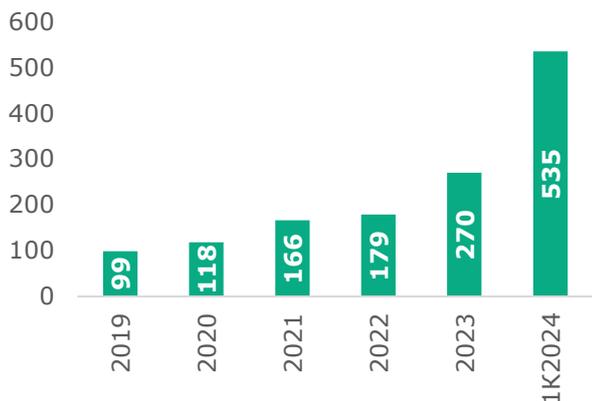
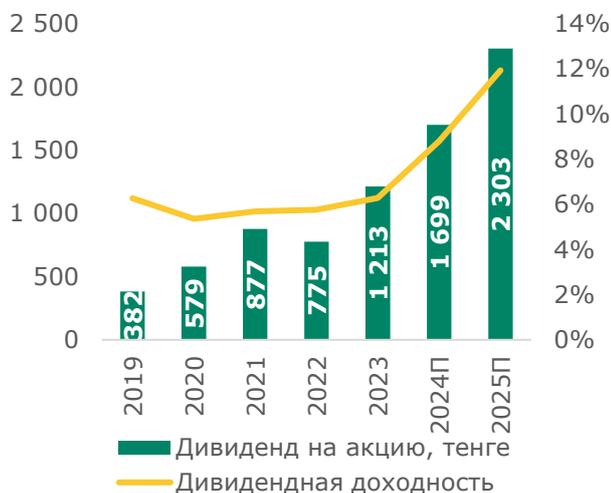


Рис 8. Дивиденды КазАтомПром



*Данные на 2023-2025 гг. прогнозы Haluk Finance при условии распределения 75% от свободного денежного потока на дивиденды

более чем в 2.4 раза и увеличились с 2.2 млрд тенге до 5.4 млрд тенге.

Доля в результатах ассоциированных предприятий сократилась на 16.7% г/г до 17.0 млрд тенге. Несмотря на снижение, данная статья продолжает занимать основную часть неоперационных доходов компании.

Снижение прибыли и рентабельности

Чистая прибыль (включая миноритарных акционеров) в январе-марте 2024 года снизилась на 14.6% г/г до 93.2 млрд тенге. Чистая прибыль собственникам сократилась на 54.6% до 46.9 млрд тенге. Рентабельность средних активов (ROAA) на основе прибыли за последние 12 месяцев снизилась до 14.5%, в сравнении с 17.4% в 2023 году. Рентабельность показателя среднего капитала (ROAE) на основе прибыли за последние 12 месяцев уменьшилась до 19.2%, против 22.6% в прошлом году.

Комфортный уровень долговой нагрузки

Несмотря на рост размера долговых обязательств с начала года до 118.7 млрд тенге (+37.6%), компания сохраняет комфортные показатели долговой нагрузки. Так, с максимумов 2019 года, размер долга компании уменьшился сразу на 40.6% или на 81.0 млрд тенге.

Значение показателя долг/ЕВITDA выросло с начала года с 0.11х до 0.16х в сравнении с 2.2х в 2017 году и 1.7х в 2018 году. Важно отметить, что объем ликвидности на балансе КАП продолжаеткратно превышать величину долга.

Огромный объем ликвидности на балансе

На конец первого квартала 2024 года, суммарный объем ликвидности на балансе (включая краткосрочные и долгосрочные ЦБ) составил 534.9 млрд тенге, что в 4.5 раза превышает величину долга и заметно выше объема ликвидности 2022 года в 178.8 млрд тенге. Показатель текущей ликвидности, при комфортном значении в 1.5х, на конец отчетного периода составил 2.7х. Показатель денежной ликвидности (включая краткосрочные ЦБ) составил 1.0х.

Увеличение дивидендов КазАтомПром

На майском ГОСА в 2024 году акционеры КазАтомПром одобрили дивиденды по итогам 2023 года. Дивиденд на одну акцию составил 1 213.19 тенге, что на 56.6% выше уровня прошлого дивиденда в размере 774.88 тенге. Выплаты дивидендов в сумме 314.65 млрд тенге были осуществлены в конце мая 2024 года и составили 75% от уровня свободного денежного потока за 2023 год. Дивидендная доходность по акциям КазАтомПром к текущей цене составляет 6.3%.

Перспективы по дальнейшему росту дивидендов

В связи с резким ростом финансовых результатов в прогнозный период, в последующие года мы видим перспективы по дальнейшему росту дивидендных выплат. В частности, уровни свободного денежного потока в следующие несколько лет будуткратно превышать уровень свободного денежного потока 2023 года, что откроет для компании новые возможности для увеличения дивидендных выплат.

Значительное снижение уровня долговой нагрузки является позитивным моментом для акционеров компании. 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.

Мы сохраняем целевую цену по акциям КазАтомПром на уровне 22 822 тенге. Рост цен на уран до многолетних максимумов, возросшие перспективы по дальнейшему росту дивидендов, невысокая долговая нагрузка, а также значительный объем ликвидности на балансе являются основными факторами инвестиционной привлекательности долевых инструментов КазАтомПром.

Рис. 9. Финансовые результаты

млрд тенге	3М2024	3М2023	Изменение	
Выручка	270	381	-111	-29%
Себестоимость реализации	-169	-229	60	-26%
Валовая прибыль	101	152	-51	-33%
Общие и административные расходы	-8	-18	10	-54%
Расходы по реализации	-5	-7	2	-29%
Операционная прибыль	88	127	-39	-31%
Финансовые доходы/(расходы), нетто	2	3	-1	-31%
Прибыль (убыток) от курсовой переоценки	-11	-11	0	-3%
Доля в результатах ассоциированных предприятий	17	20	-3	-17%
Доля в результатах СП	1	3	-2	-61%
Неоперационные доходы/(расходы)	24	-5	29	-
Прибыль до налогообложения	122	137	-16	-11%
Расходы по подоходному налогу	-28	-28	0	1%
Чистая прибыль	93	109	-16	-15%
<i>собственников компании</i>	47	103	-56	-55%
<i>неконтролирующую долю</i>	46	6	41	693%
Чистая прибыль на акцию (EPS)	181	399	-218	-55%

Источник: данные компании, расчет Halyk Finance

Рис. 10. Основные показатели маржинальности, рентабельности, ликвидности, рыночные мультипликаторы

	2020	2021	2022	2023	3М2024	ТТМ
Маржинальность и рентабельность						
Маржа валовой прибыли	45.6%	41.7%	52.5%	53.2%	37.5%	-
Маржа EBIT	38.1%	34.5%	45.5%	47.5%	32.6%	-
Маржа EBITDA	49.4%	45.5%	53.9%	54.5%	42.8%	-
Маржа чистой прибыли	31.2%	20.4%	34.8%	29.2%	17.4%	-
ROAE	14.2%	9.8%	21.5%	22.6%	-	19.2%
ROAA	10.9%	7.7%	16.7%	17.4%	-	14.5%
Изменение основных фундаментальных показателей						
Выручка	17.0%	17.6%	44.9%	43.3%	-29.2%	-
Операционная прибыль	47.4%	6.4%	91.4%	49.3%	-30.8%	-
EBITDA	28.3%	8.3%	71.8%	44.9%	-21.1%	-
Чистая прибыль	-3.4%	-23.3%	147.2%	20.4%	-54.6%	-
Показатели ликвидности и платежеспособности						
Коэффициент текущей ликвидности	4.8	4.9	3.5	3.0	2.7	-
Коэффициент денежной ликвидности	1.1	1.0	0.7	0.6	1.0	-
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	118 684	-
Долг/EBITDA	0.34	0.28	0.26	0.11	-	0.16
Чистый долг/EBITDA	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-	-0.6
Коэффициент покрытия процентов	29.2	35.5	54.1	71.0	16.4	-
Показатели активности						
Оборачиваемость запасов, дней	257	231	257	222	210	-
Собираемость дебиторской задолженности, дней	65	89	90	89	97	-
Оборачиваемость кредиторской задолженности, дней	56	45	51	71	78	-
Операционный цикл, дней	322	320	346	311	307	-
Финансовый цикл, дней	266	275	295	239	228	-
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	-	13.8
P/B	1.9	2.8	2.1	2.4	-	2.6
P/S	4.2	6.0	3.4	3.3	-	3.8
EV/EBITDA	9.4	14.1	7.0	6.4	-	6.7
EV/Sales	4.7	6.4	3.8	3.5	-	3.8

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

© 2024 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».

© 2024 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