

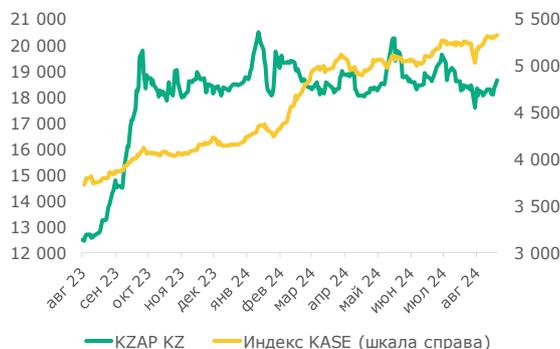
Финансовые результаты за 6М2024 г.

27 августа 2024 г.

Актанов Амир

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер		KZAP KZ	
Рекомендация		Покупать	
Текущая цена, тенге/акция		18 660	
Текущая цена, \$/ГДР		38.7	
Целевая цена (12 мес.), тенге/акция		22 822	
Ожид. потенциал роста/снижения		22%	
Кол-во простых акций (млн)		259	
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн тенге		39.0	
Рыночн. кап-ция (млрд тенге)		4 840	
Основные акционеры:			
Самрук-Казына		75%	
СІПІВАНК (номинальный держатель)		24%	
Кредитные рейтинги			
Moody's	Baa2/Позитивный	09.02.2024	
Fitch Ratings	BBB/Стабильный	19.01.2024	
Фин. показатели (млрд тенге)			
	2023	2024П	2025П
Выручка	1 435	1 691	2 284
ЕБИТДА	782	924	1 321
Чистая прибыль (собственникам)	419	579	836
EPS, тенге	1 616	2 233	3 224
Активы	2 599	2 865	3 398
Обязательства	591	619	771
Собственный капитал	2 008	2 237	2 623
Оценка			
	2023	2024П	2025П
EV/Sales	4.5	3.8	2.8
EV/ЕБИТДА	8.2	6.9	4.9
P/E	11.5	8.4	5.8
P/B	2.5	2.2	1.9
ROAA	17.4%	21.2%	26.7%
ROAE	22.6%	27.3%	34.4%
Изменение цены			
	KZAP		KASE
1М	1%		1%
3М	-6%		5%
12М	41%		40%
Максимум за 52 недели	20 499		5 328
Минимум за 52 недели	13 250		3 794
Максимум за 52 недели (ГДР)	47.6		
Минимум за 52 недели (ГДР)	29.2		
График динамики изменения цены акций КАП и индекса KASE			



Источник: Расчеты Halyk Finance, Bloomberg, IRIS

В пятницу КазАтомПром (здесь и далее КАП) опубликовал умеренно позитивные финансовые результаты за первое полугодие 2024 года. Реакция инвесторов на отчетность компании оказалась положительной. Котировки акций КАП на KASE выросли на 3.2% и на 6.8% на LSE. Даже несмотря на ожидавшееся снижение объемов продаж урана, доходы компании продолжили расти двузначными темпами и увеличились в январе-июне 2024 года до 701 млрд тенге (+13.3%). Чистая прибыль выросла опережающими темпами по сравнению с выручкой, преимущественно за счет резкого роста неоперационных статей доходов и прибавила сразу 27.4% до 283.2 млрд тенге.

В отчетном периоде продажи металла в условиях высокой базы прошлого года сократились на 21.6% до 6 717 тонн, что составляет немногим более половины от плана реализации в 11.5-12.5 тыс тонн на 2024 год. Положительная динамика выручки в условиях падения уровня продаж урана была связана с увеличением цены реализации металла сразу на 34% до \$62.5 за фунт. Компания улучшила прогнозные оценки объемов производства на 2024 год и, главное, поделилась планами на будущий год, которые, хоть и предусматривают рост производства урана на 12%, но все же оказались меньше амбиций компании по возвращению к 100%-ному уровню производства в размере 30.5 – 31.5 тыс тонн (на 100% основе).

Тем не менее, сохранение высоких цен на уран (текущая цена спот продолжает находиться выше \$80-82 за фунт), прогнозируемый рост спроса на чистые источники энергии в мире, возросшие перспективы по дальнейшему повышению 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.**

Основные итоги первого полугодия 2024 года

Доходы компании в январе-июне 2024 года превысили 701.1 млрд тенге (+13.3%). В структурной разбивке доходов урановый сегмент принес 654.5 млрд тенге (+14.2%), что соответствует 93.4% всей выручки компании. Принимая во внимание сохранение относительно высоких цен на уран (несмотря на их коррекцию с февральских максимумов), 2П2024 г. обещает принести более высокие показатели выручки и прибыли. По нашим расчетам, доходы КАП в 2024 году составят 1 691.2 млрд тенге (+17.9%).

Себестоимость выросла большими темпами, чем выручка и повысилась на 38.3% до 443.4 млрд тенге. В ее составе

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

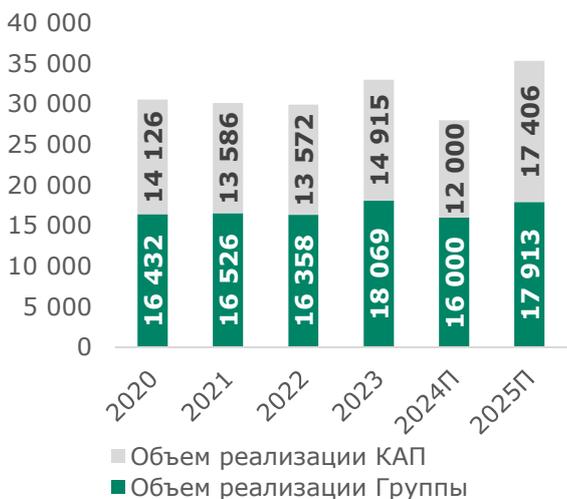
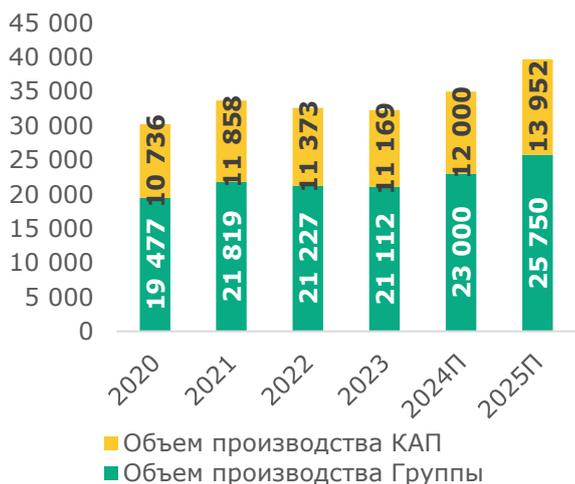


Рис 3. Средняя цена реализации урана, \$/фунт



Источник: КАП, расчеты и прогнозы Halyk Finance,

расходы на сырье и материалы увеличились до 296.9 млрд тенге (+52.6%), а расходы по налогам возросли до 36.2 млрд тенге (+72.8%). Отчисления на износ и амортизацию сложились на уровне 46.5 млрд тенге (+0.2%). Данные компоненты расходов формируют почти 86% от всей себестоимости КАП.

В результате опережающего темпа роста себестоимости относительно выручки, валовая прибыль снизилась на 13.6% до 257.8 млрд тенге, а маржа валовой прибыли сократилась с 48.2% до 36.8%. Мы ожидаем улучшения показателей маржинальности во 2П2024 г.

Расходы по реализации сократились до 10.8 млрд тенге (-20.4%), главным образом, по причине снижения на четверть расходов по погрузке, транспортировке и хранению урана, до 8.4 млрд тенге. Общие и административные расходы за счет высокой базы прошлого года из-за признания разовых крупных статей расходов, уменьшились на 37% до 20.3 млрд тенге. Операционная прибыль в январе-июне 2024 года сложилась на уровне 226.7 млрд тенге, что на 10.2% меньше прошлогоднего результата.

В неоперационной части деятельности КАП, неденежные статьи доходов помогли компании сохранить положительную динамику роста прибыли. Так, в отчетном периоде КАП восстановил убытки от обесценения нефинансовых активов на сумму 14.2 млрд тенге, а также признал доход от приобретения бизнеса в размере 7.2 млрд тенге. Кроме того, компания зафиксировала доход от переоценки товарного займа на сумму 14.3 млрд тенге. Вышеуказанные статьи доходов составили 35.7 млрд тенге.

Доля в результатах ассоциированных предприятий в январе-июне 2024 года выросла в 2.5 раза, до 70.5 млрд тенге и оказалась практически равной уровню всего 2023 года (76 млрд тенге). Доля в результатах совместных предприятий утроилась и составила 20.7 млрд тенге.

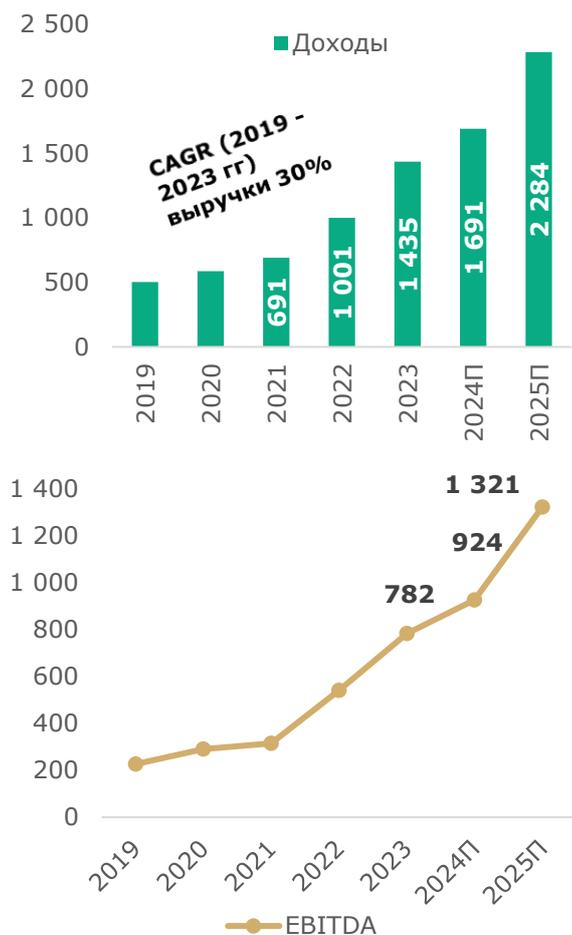
Неоперационная часть бизнеса КАП, позволила компании отметить рост чистой прибыли сразу на 27.4%, до 283.2 млрд тенге. Из них объем чистой прибыли, относимый собственникам, повысился на 7.1%, до 193.0 млрд тенге, а объем прибыли, причитающейся миноритариям, увеличился до 90.2 млрд тенге (42.1 млрд тенге годом ранее).

Операционные показатели на 2024 год

Группа улучшила прогнозы производства урана на 2024 год до 22.5 – 23.5 тыс тонн (21.0-22.5 тыс тонн прошлая оценка) и до 11.6-12.6 тыс тонн отдельно по КАП (10.9-11.9 тыс тонн прошлая оценка). В прошлом году Группа произвела 21.1 тыс тонн урана и 11.2 тыс тонн по КАП.

В текущем году Группа рассчитывает реализовать 15.5-16.5 тыс тонн урана, из них 11.5-12.5 тыс тонн придется на долю КАП. Прогнозные ориентиры на 2024 год меньше уровня продаж 2023 года, когда отдельно по КАП было реализовано 14.9 тыс тонн урана и 18.1 тыс тонн всего по Группе. Тем не менее, доходы уранового сегмента продолжают расти за счет резкого роста отпускных цен на металл.

Рис 4. Финансовые результаты, млрд тенге



Источник: КАП, Расчеты Halys Finance

Прогнозный рост производства урана

Наибольшую интригу квартальной отчетности вызывали прогнозы компании по операционным показателям 2025 года, которые КАП обещал предоставить после выхода отчета за 2 квартал 2024 г. В 2025 году компания рассчитывает увеличить на 100% основе производство урана до 25.0-26.5 тыс тонн, что на 12% больше ожидаемого уровня производства на текущий год, но меньше амбиций КАП по возвращению к 100%-ному уровню выпуска в размере 30.5-31.5 тыс тонн (на 100% основе).

Тем не менее, прогнозные уровни производства на 2024-2025 гг. выше уровней прошлых лет, что вместе с закреплением цен на металл на высоких уровнях, оказывает существенную поддержку росту выручки компании. К примеру, средняя цена реализации урана в период 2018-2021 гг. составила \$24-32 за фунт, чтократно меньше текущих спотовых цен.

В 2022-2023 гг. средняя цена реализации урана выросла до \$49-52 за фунт, при этом, в настоящее время КАП реализует металл по \$62.5 за фунт с перспективой увеличения уровня отпускных цен в будущем периоде по причине заключения новых, более выгодных контрактов с клиентами.

Выводы и рекомендации

КАП предоставил умеренно позитивные финансовые результаты по итогам первого полугодия 2024 года. Как результат, котировки компании в пятницу резко ушли вверх на LSE (+6.8%) и прибавили 3.2% на локальном рынке.

Если в недавнем прошлом рынок подвергал сомнению перспективы урана закрепиться надолго на текущих уровнях, что отражалось на текущем споте, который был выше контрактов с более поздней датой поставки, то сейчас ситуация изменилась в обратную сторону, и бэквордация на рынке урана сменилась на контанго. К слову, до недавнего ралли золота на фьючерсном рынке наблюдалась аналогичная картина.

Подводя итоги вышеизложенного: сохранение высоких цен на уран (текущая цена спот продолжает находиться выше \$80-82 за фунт), прогнозируемый рост спроса на чистые источники энергии в мире, возросшие перспективы по дальнейшему повышению дивидендов, низкая долговая нагрузка и внушительный объем ликвидности на балансе – всё вышеперечисленное основные **факторы инвестиционной привлекательности долевых инструментов КазАтомПром.**

Мы сохраняем целевую цену на уровне 22 822 тенге и подтверждаем рекомендацию «покупать» акции компании.

Рис. 5. Финансовые результаты

млрд тенге	2021	2022	2023	г/г	6М2024	6М2023	г/г
Выручка	691.0	1 001.2	1 434.6	43.3%	701.1	618.7	13.3%
Себестоимость реализации	-403.0	-475.1	-671.9	41.4%	-443.4	-320.5	38.3%
Валовая прибыль	288.0	526.1	762.8	45.0%	257.8	298.2	-13.6%
Маржа валовой прибыли	41.7%	52.5%	53.2%	-	36.8%	48.2%	-
Общие и административные расходы	-15.7	-25.6	-28.9	12.7%	-10.8	-13.5	-20.4%
Расходы по реализации	-34.1	-44.5	-53.1	19.3%	-20.3	-32.2	-37.0%
Операционная прибыль	238.2	456.0	680.8	49.3%	226.7	252.5	-10.2%
Маржа операционной прибыли	0.3	0.5	0.5	-	0.3	0.4	-
Финансовые доходы/(расходы), нетто	0.4	8.9	31.9	258.5%	7.6	10.9	-30.5%
Прибыль (убыток) от курсовой переоценки	3.3	17.3	-21.3	-	7.3	-10.7	-
Доля в результатах ассоциированных предприятий	47.3	75.7	76.0	0.4%	70.5	28.4	148.1%
Доля в результатах СП	4.3	13.3	22.3	67.4%	20.7	6.9	197.9%
Неоперационные доходы/(расходы)	-11.9	12.5	-61.4	-	33.0	-4.4	-
Прибыль до налогообложения	281.6	583.7	728.3	24.8%	365.8	283.7	-
Маржа доналоговой прибыли	40.8%	58.3%	50.8%	-	52.2%	45.8%	-
Налоги	-61.6	-110.7	-148.0	33.7%	-82.6	-61.4	34.6%
Чистая прибыль	220.0	473.0	580.3	22.7%	283.2	222.3	27.4%
Маржа чистой прибыли	31.8%	47.2%	40.5%	-	40.4%	35.9%	-
<i>собственников компании</i>	<i>140.8</i>	<i>348.0</i>	<i>419.2</i>	<i>20.4%</i>	<i>193.0</i>	<i>180.2</i>	<i>7.1%</i>
<i>неконтролирующую долю</i>	<i>79.3</i>	<i>124.9</i>	<i>161.2</i>	<i>29.0%</i>	<i>90.2</i>	<i>42.1</i>	<i>114.3%</i>
Чистая прибыль на акцию (EPS)	543	1 342	1 616	20.4%	744	695	7.1%

Источник: данные компании, расчет Halyk Finance

© 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