

Результаты за 2021 г.

7 апреля 2022 г.

Тикер	КАР LI
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, \$/ГДР	28.60
Целевая цена (12 мес.), \$/ГДР	33.66
Ожидаемый потенциал роста	18%

Тикер	KZAP KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, Т/акцию	14 800
Целевая цена (12 мес.), Т/акцию	15 813
Ожидаемый потенциал роста	7%
Ожидаемые дивиденды (2021), Т/акцию	881
Ожидаемая дивидендная доходность	6%

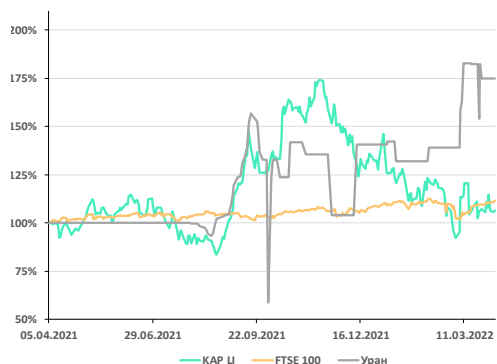
Кол-во простых акций (млн)	259.4
Доля акций в свобод.обращ. (%)	25%
Ср. ежедн. объем торгов (\$ млн.)	7.4
Рыночная капитализация (\$ млн)	7 418

Фин. показатели (Т млрд)	2021	2022П	2023П
Выручка	691	862	993
Операционные расходы	-453	-479	-547
ЕБИТДА, скорр.	314	447	523
Чистая прибыль	220	349	410
EPS, Т/акцию	848	1 347	1 580
Ден. средства и экв.	161	190	97
Собственный капитал	1 537	1 658	1 535
Чистый долг	-115	-99	-6

Оценка	2021	2022П	2023П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	-0.4	-0.2	0.0
Долг/Капитал	0.1	0.1	0.1
EV/Sales (x)	6.3	5.0	4.4
EV/ЕБИТДА (x)	13.8	9.7	8.3
P/E (x)	17.4	11.0	9.4

Динамика акций	КАР LI	FTSE 100
1М	12%	9%
3М	-24%	1%
12М	3%	11%
Исторический максимум	48.4	
Исторический минимум	23.3	

Динамика акций	KZAP KZ	KASE
1М	19%	3%
3М	-6%	-8%
12М	35%	4%
Исторический максимум	20 900	
Исторический минимум	10 250	



Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

В результате роста цен на уран КазАтомПром по итогам 2021 г. показал рост выручки на 18% г/г. При этом чистая прибыль компании существенно не увеличилась, в основном из-за роста себестоимости, и составила 220 млрд тенге, практически полностью совпав с нашим прогнозом. На фоне опасений по поводу ввода санкций против Росатома, нестабильности на рынке нефти и газа и активизации урановых фондов, скупающих физические запасы, спот цены на уран в текущем году продолжают повышаться – рост с начала текущего года на 30% (до 60 \$/фунт). Мы считаем, что в среднесрочной и долгосрочной перспективе спрос на уран будет повышаться, что окажет положительное влияние на финансовые показатели КазАтомПром. Мы повысили наш прогноз по выручке, отражая более высокие цены на уран и увеличение курса доллара США, однако мы также прогнозируем рост себестоимости и капитальных затрат. Отражая рост рыночных ставок вознаграждения, мы также повысили средневзвешенную стоимость капитала. **Мы сохраняем рекомендацию Покупать акции КазАтомПром с 12М ЦЦ 33.66 \$/ГДР.**

Без учета разовых сделок чистая прибыль за 2021 г. увеличилась на 10.4% г/г и составила 220 млрд тенге, что соответствует нашим прогнозам. Рост выручки на 18% г/г до 691 млрд. тенге был обусловлен ростом цен реализации урана на 9.1% в среднем за год до 32.33 \$/фунт и ослаблением тенге к доллару США в течение года на фоне снижения объема реализации в натуральном выражении на 3.8% до 13.59 тыс. тонн.

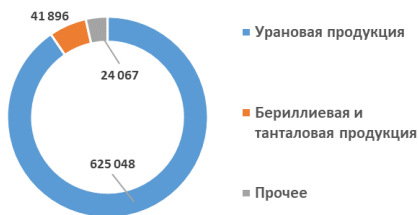
Рост себестоимости на 26% г/г до 403 млрд тенге произошел в основном в связи с ростом затрат на сырье и материалы на 44% г/г. В 2021 г. на рост расходов также повлияло то, что объем продаж урана, выкупленного у совместных предприятий, вырос относительно 2020 г. Административные расходы выросли на 15% г/г до 34.1 млрд. тенге в основном из-за пени по налогам 1.3 млрд тенге. Расходы по реализации выросли на 9% до 15.7 млрд тенге в основном в связи с ростом расходов по погрузке, транспортировке и хранению.

В итоге чистая прибыль 2021 г. снизилась на 1% г/г. и составила 220 млрд. тенге, что соответствует нашему прогнозу (222.2 млрд тенге). При этом, если не учитывать прибыль от выбытия совместного предприятия в размере 22 млрд тенге в 2020 г. (разовая сделка), то рост чистой прибыли 2021 г. без учета данной сделки составил 10.4%.

Несмотря на то, что чистая прибыль осталась на прошлогоднем уровне, компания объявила о повышении дивидендов на 52% г/г до 881 тенге/акцию (выше наших прогнозов 542 тенге/акцию), что может быть связано с поступлением оплаты от реализации долей в СП и дочерних компаниях 185.86 млрд тенге в 2021 г. (0 тенге в 2020 г.).

Рост выручки компенсирует повышение себестоимости и CAPEX. В целом по Группе инвестиционные расходы на 2022 г. запланированы на уровне 160-170 млрд. тенге против 91.1 млрд. тенге в 2021 г. Это связано с прошлогодними задержками в поставке материалов, необходимых для разработки рудников. Соответственно, часть работ, запланированных на 2021 г., была перенесена на 2022 г. При этом бюджет CAPEX заложен исходя из курса 425.1 тенге/доллар США. Мы считаем, что в 2022 г. CAPEX по доле участия составит 116.8 млрд тенге или 14% от выручки (предыдущие 6 лет в диапазоне 5-10%, в среднем 8%), после 2022 г. CAPEX стабилизируется и будет составлять 5% от выручки компании. Наша модель показывает, что валютная выручка и рост цен на уран позволят компании в будущем компенсировать рост затрат, связанный с инфляцией и ослаблением тенге. Мы прогнозируем существенный рост

Расшифровка выручки по продуктам, млрд тенге



Цены и объемы



выручки и денежного потока от операционной деятельности в 2022 г. относительно 2021 г., что обусловлено допущением о росте средней цены реализации с 32.36 \$/фунт в 2021 г. до 47 \$/фунт в 2022 г. и обесценением тенге по отношению к доллару США с 430 тенге/\$ в 2021 г. до 470 тенге/\$ в среднем за 2022 г.

Спот цены на уран выросли с начала года на 30% до 60\$/фунт на фоне опасений ввода санкций против Росатома. Росатом занимает 42% мирового рынка обогащения урана и 25% импорта США, ведет строительство 38 энергоблоков по всему миру, в основном в Азии. Казахстан является мировым лидером по добыче урана, занимая долю в 45% мирового рынка. По состоянию на текущий момент санкции обошли стороной урановую промышленность РФ и не повлияли на деятельность КАП. В случае необходимости изменения логистических маршрутов, проходящих через территорию РФ, компания имеет альтернативный маршрут, проходящий через Каспийское море, Азербайджан и Грузию. Продажи КАП в РФ составляют 2% от выручки, при этом компания обогащает уран на территории РФ и имеет ряд СП по добыче урана с российскими компаниями. Мы считаем, что в случае наложения санкций на урановую промышленность РФ, потери КАП в объемах российских поставок будут компенсированы ростом цен. В нашей модели мы закладываем постепенный рост цен реализации КАП по долгосрочным контрактам с 47\$/фунт в 2022 г. до 61\$/фунт в 2027 г., т.е. ежегодный рост в среднем на 5.35%. Учитывая повышение стоимости фондирования, мы также повысили средневзвешенную стоимость капитала в нашей модели до 14.3%.

Объемы производства и реализации 2022 г. останутся на уровне 2021 г. В условиях роста цен и общей нестабильности на рынке нефти и газа в последние годы, можно отметить более стабильное и планомерное развитие урановой промышленности. По данным World Nuclear Association в мире насчитывается 442 действующих реактора, которые обеспечивают 10% глобального производства электричества и еще 55 находятся в процессе строительства (+15% к действующим мощностям), что должно обеспечить рост спроса на уран на 27% с 2021 г. по 2030 г. Соответственно, аналитиками отрасли также прогнозируется рост цен на уран. Дополнительным источником спроса в 2021 г. стал Sprott Physical Uranium Trust, рыночная стоимость запасов которого на 01.04.2022 составила \$1.5 млрд, что сопоставимо с годовой выручкой КАП. Подобные фонды, в случае роста их популярности, могут стать новым существенным фактором ценообразования на рынке. Однако их влияние будет ограничено размером их запасов, которые несопоставимы с геологическими запасами добывающих компаний. Объем продаж КАП на 2022 г. планируется в диапазоне 13.4-13.9 тыс. тонн. (на уровне 2021г.), объем добычи КАП запланирован на уровне 10.9-11.5 тыс. тонн, что соответствует уровню 2021 г. и стратегии КАП (до 2023 г. включительно) по ограничению добычи на 20% от объемов по контрактам недропользования. В своей модели мы прогнозируем рост объема реализации, начиная с 2024 г. на 3% до 14.2 тыс. тонн и далее до 14.5 тыс. тонн в 2026 г., то есть восстановление до уровня 2018-2019 гг.

Корректировка целевой цены. Мы скорректировали нашу целевую цену в тенге с 15 318 тенге/акцию до 15 813 тенге/акцию, то есть повысили на 3%, что отражает эффект по повышению выручки в связи с ростом цен, ослаблением тенге, постепенным повышением объема продаж, с одной стороны и повышение расходов, CAPEX и стоимости фондирования с другой. Понижение цены ГДР с 35.58 \$/ГДР до 33.66 \$/ГДР связано с прогнозным курсом доллара, который мы использовали при переводе 12М целевой цены из тенге в доллары США на уровне 470 тенге/\$.

Рис. 1. Финансовые результаты за 2021 г.

Отчет о прибылях и убытках, ₸ млн	2021	2020	г/г	4кв2021	4кв2020	г/г
Выручка	691 011	587 457	18%	359 700	230 636	56%
Себестоимость	-402 967	-319 624	26%	-189 424	-141 083	34%
Валовая прибыль	288 044	267 833	8%	170 276	89 553	90%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>42%</i>	<i>46%</i>		<i>47%</i>	<i>39%</i>	
Общие и админ расходы	-34 105	-29 582	15%	-9 538	-9 910	-4%
Расходы по реализации	-15 706	-14 352	9%	-9 470	-3 961	139%
Прочие доходы/(расходы), нетто	-8 537	23 856	-	-5 355	-1 971	172%
Операционная прибыль	229 696	247 755		145 913	73 711	98%
<i>Рентабельность Операционной прибыли</i>	<i>33%</i>	<i>42%</i>		<i>41%</i>	<i>32%</i>	
Процентные доходы	7 077	4 983	42%	1 606	594	170%
Процентные расходы	-6 712	-7 680	-13%	-2 087	-1 599	31%
Доля в результатах ассоциированных и совместных предприятий	51 583	40 086	29%	34 434	9 144	277%
Прибыль до налогообложения	281 644	285 144	-1%	179 866	81 850	120%
Корпоративный подоходный налог	-61 618	-63 776	-3%	-38 676	-17 116	126%
Чистая прибыль	220 026	221 368	-1%	141 190	64 734	118%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>32%</i>	<i>38%</i>		<i>39%</i>	<i>28%</i>	
Прибыль на акцию (KZT)	543	708		-	-	-

Источник: данные компании

Рис. 2. 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. 3. Прогноз по объемам производства, продаж по доле участия и ценам урана до 2027 г.

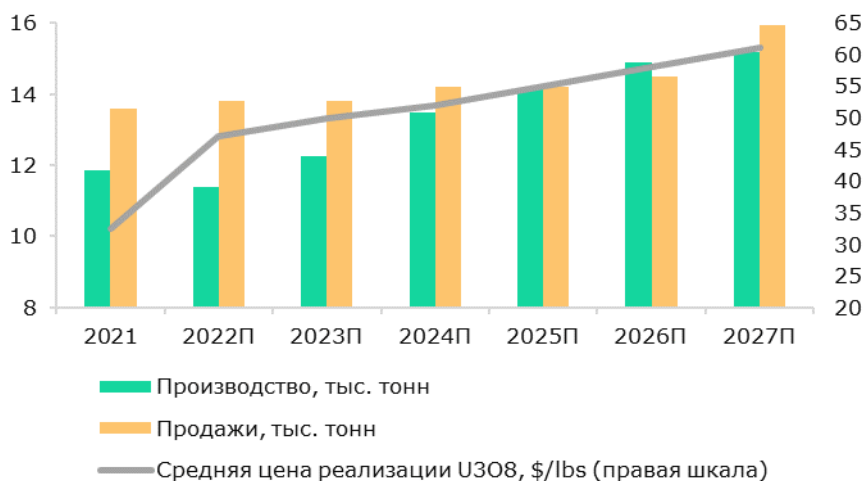


Рис. 4. Расчет 12M целевой цены.

Т млрд	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	862	993	1 091	1 204	1 354	1 639
Себестоимость	-429	-493	-520	-555	-593	-635
Расходы по реализации	-17	-19	-21	-23	-24	-27
Общие и административные расходы	-33	-35	-36	-38	-40	-42
ЕБИТ	383	446	514	588	697	936
" +Амортизация"	64	77	74	73	69	67
ЕБИТDA adj	447	523	588	661	766	1 003
" -Налог на прибыль"	-77	-90	-103	-118	-140	-188
" -Капитальные инвестиции"	-117	-45	-50	-43	-48	-42
" -Изменения в оборотном капитале"	-72	-3	16	19	29	-65
Свободные денежные потоки	181	385	452	519	607	707
WACC	14.3%					
Дисконтированные денежные потоки	159	295	303	304	312	318
Т млрд						
Потоки в стадии роста	1 691					
Терминальная стоимость	5 881					
Приведенная термин. стоимость	2 642					
Стоимость компании	4 333					
Чистый долг	-115					
Доля меньшинства	347					
Акционерная стоимость компании	4 101					
Кол-во акций в обращении (млн)	259.36					
Справедливая стоимость, Т/акцию	15 813					
Справедливая стоимость, \$/ГДР	33.66					

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей.

Т млрд	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
АКТИВЫ							
Нематериальные активы	59	59	59	60	60	61	62
Основные средства	171	171	172	174	178	183	192
Затраты по подготовке к производству	139	216	205	199	185	178	161
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
Итого долгосрочные активы	1 180	1 233	1 201	1 176	1 146	1 125	1 099
Дебиторская задолженность	220	260	218	179	132	70	90
Запасы	276	294	338	356	380	406	435
ДС и эквиваленты	161	190	97	92	89	170	170
Прочие краткосрочные активы	113	85	96	104	114	127	151
Итого краткосрочные активы	772	828	748	732	715	773	846
ИТОГО АКТИВЫ	1 952	2 061	1 949	1 908	1 862	1 898	1 946
КАПИТАЛ							
Акционерный капитал и резервы	41	41	41	41	41	41	41
Нераспределенная прибыль	1 148	1 269	1 146	1 192	1 139	1 169	1 210
Неконтролирующая доля владения	347	347	347	347	347	347	347
ИТОГО КАПИТАЛ	1 537	1 658	1 535	1 580	1 528	1 558	1 598
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА							
Кредиты и займы	78	91	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	178	178	178	178	178	178	178
Итого долгосрочные обязательства	256	269	178	178	178	178	178
Кредиты и займы	11	0	91	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	66	70	81	85	91	97	104
Прочие краткосрочные обязательства	81	64	64	64	65	65	65
Итого краткосрочные обязательства	159	134	236	150	156	162	169
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	414	403	414	327	333	340	347
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА и КАПИТАЛ	1 952	2 061	1 949	1 908	1 862	1 898	1 946
Т млрд	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	691	862	993	1 091	1 204	1 354	1 639
Себестоимость	-403	-429	-493	-520	-555	-593	-635
Валовая прибыль	288	433	500	571	649	761	1 004
Расходы по реализации	-16	-17	-19	-21	-23	-24	-27
Общие и административные расходы	-34	-33	-35	-36	-38	-40	-42
Операционная прибыль	238	383	446	514	588	697	936
Прочие доходы, нетто	43	43	54	41	52	44	56
Прибыль до КПН	282	427	500	555	641	741	991
КПН	-62	-77	-90	-103	-118	-140	-188
ПРИБЫЛЬ ЗА ГОД	220	349	410	452	522	601	803
Т млрд	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Денежные потоки от							
операционной деятельности	119	341	485	543	614	700	805
инвестиционной деятельности	-71	-74	-45	-50	-43	-48	-42
финансовой деятельности	-2	-239	-533	-498	-574	-571	-763
Чистое изменение денежных средств	46	29	-93	-4	-3	81	0
Денежные средства и эквиваленты на начало года	113	161	190	97	92	89	170
Денежные средства и эквиваленты на конец года	161	190	97	92	89	170	170

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

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

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance