

Рекомендация «Покупать»

20 марта 2019г.

Алтынай Ибраимова

a.ibraimova@halykfinance.kz

Тикер	КАР LI
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, \$/акцию	14.28
Целевая цена (12 мес.), \$/акцию	16.55
Ожидаемый потенциал роста	16%

Тикер	КАР KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, ₸/акцию	5 530
Целевая цена (12 мес.), ₸/акцию	6 205
Ожидаемый потенциал роста	12%
Кол-во простых акций (млн)	259.4
Доля акций в свобод.обращ. (%)	15.0%
Ср. ежедн. объем торгов (\$ млн.)	0.9
Рыночная капитализация (\$ млн)	3 695.4

Финансовые показатели (₸ млн)	2017	2018П	2019П
Выручка	277 046	436 632	407 334
Операционные расходы	-244 444	-359 152	-355 910
ЕБИТДА скорр.*	96 733	131 300	71 986
Чистая прибыль*	31 440	66 759	90 119
EPS, ₸/акцию	н/д	257	347
Ден. средства и экв.	239 936	128 819	122 200
Собственный капитал	641 176	963 010	987 482
Чистый долг	-126 705	71 145	-61 495

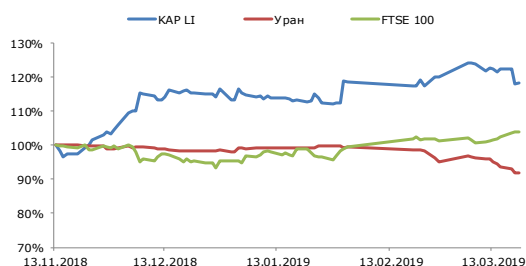
Оценка	2017	2018П	2019П
Чистый долг/ЕБИТДА скорр. (x)	-1.31	0.54	-0.85
Долг/Капитал	0.19	0.21	0.06
EV/Sales (x)	н/д	-0.15	0.16
EV/ЕБИТДА (x)	н/д	-0.51	0.91
P/E (x)	н/д	21.48	15.91

Динамика изменения цены акций	Абсол.	Относит. FTSE 100
1М	13.5%	-0.1%
3М	н/д	-6.6%
6М	н/д	н/д
Исторический максимум	15.0	
Исторический минимум	11.6	

Динамика изменения цены акций	Абсол.	Относит. KASE
1М	9.1%	7.0%
3М	4.5%	0.1%
6М	н/д	н/д
Исторический максимум	5 600	
Исторический минимум	5 025	

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

* с корректировкой на единовременные статьи



Источник: данные компании, Bloomberg, прогноз Halyk Finance

Мы актуализировали операционные и финансовые показатели КАП по итогам 2018г. и добавили в расчет целевой цены долю от участия в ассоциированных и совместных предприятиях, прибыль которых не входит в операционную составляющую компании. Наша целевая цена изменилась незначительно, составив \$16.55/акцию против прежних \$16.50. Оценивая финансовое состояние компании как стабильное и отмечая соответствие наших прогнозов планам компании, мы ожидаем положительные денежные потоки в течение следующих пяти лет. Мы также оптимистичны в отношении выплаты компанией дивиденда в размере Т266/акцию и рекомендуем **Покупать** акции КАП, ожидая укрепления котировок в преддверии дивидендной фиксации.

Результаты за 2018г. Выручка компании выше наших ожиданий на 0.4%. Удельная денежная себестоимость соответствует заявленным компанией уровням, при том что высокие продажи урана способствовали более ускоренному в сравнении с нашими ожиданиями увеличению по общей себестоимости и расходам по реализации. Отмечая основной причиной высоких расходов повышение объемов продаж, мы оцениваем изменение удельной денежной себестоимости как нейтральное. Благодаря более высоким физическим объемам продаж и ценам реализации, а также за счет укрепления доллара, операционная прибыль составила 77.5 млрд тенге, превысив показатель 2017г. на 138%. Скорректированный показатель ЕБИТДА (attributable) укрепился на 9% и составил 140млрд тенге.

Дивидендная привлекательность сохраняется. Согласно дивидендной политике по итогам 2018г. исходя из 75% величины FCF КАП может направить на дивиденды 12.8млрд тенге или 37тенге/акцию. Однако мы считаем такой сценарий менее вероятным и ожидаем, что компания будет следовать сценарию выплаты суммы, эквивалентной \$200млн. Мы рассчитываем, что компания направит на выплату около 69млрд тенге и размер дивиденда составит Т266/акцию с дивидендной доходностью 5%.

Прогнозы не привносят сильных изменений. С декабря прошлого года на урановом рынке не произошло существенных сдвигов. Прогнозы UX Consulting, являющиеся основным бэнчмарком при прогнозировании цен на уран, остаются на уровне в среднем \$27-\$28/lb в 2019г. при текущих \$27/lb и не превышают \$30/lb в ближайшую пятилетку. Мы исходим из средней цены реализации урана по всем добывающим активам в пределах \$29/lb в 2019-2024гг. и \$31/lb в 2025г. Наш прогноз по производству (по долям участия) на 2019г. составляет 13.7тыс тонн урана, и мы ожидаем объем реализации урана на уровне 16.5тыс тонн. Мы закладываем денежную себестоимость в \$12/lb и выручку по итогам 2019г. в размере 407млрд тенге. Мы актуализировали наши ожидания по расходам по реализации и общим и административным расходам исходя из прогнозного уровня инфляции в Казахстане в диапазоне 4%-5%.

Рекомендация Покупать с 12М ЦЦ \$16.5/акцию. Наша целевая цена составила \$16.55/акцию по КАР LI и Т6 205/акцию по КАР KZ. Мы оцениваем финансовое положение компании как стабильное и отмечаем «валютный» характер выручки при текущем курсе тенге в качестве сильной базой для денежных потоков компании. Мы не видим предпосылок давления слабой ценовой конъюнктуры на финансовое состояние компании, акцентируя внимание на низкую себестоимость производства. Отмечая стратегически важную роль КАП для общемировой урановой индустрии, мы не видим весомых рисков, способных оказать давление на объем продаж: около трети спроса на продукцию КАП обеспечивается за счет Китая, ориентир которого на расширение атомной энергетики довольно агрессивный. С точки зрения краткосрочной инвестиционной привлекательности мы рассматриваем дивиденды в качестве основного триггера. Резюмируя обновленный анализ по итогам 2018г. мы рекомендуем **«Покупать»** акции КАП.

Рис. 1. Финансовые результаты

млн тенге	2017	2018	г/г
Выручка	277 046	436 632	58%
Себестоимость	-209 934	-313 817	49%
Валовая прибыль	67 112	122 815	83%
Расходы по реализации	-4 316	-10 530	144%
Общие и адм. расходы	-30 194	-34 805	15%
Разовые статьи:	-27 412	318 516	-1262%
Восстановление убытков от обесценения нефинансовых активов	526	15 128	2776%
Убытки от обесценения нефинансовых активов	-24 210	-5 848	-76%
Чистые убытки от обесценения финансовых активов	-3 728	-3 770	1%
Убытки от выбытия дочернего предприятия	-	-511	н/д
Чистая прибыль от приобретения бизнеса	-	313 517	н/д
Прочие доходы	114 907	1 242	-99%
Прочие расходы	-6 278	-5 849	-7%
Финансовые доходы	5 815	3 949	-32%
Финансовые расходы	-8 933	-12 672	42%
Доля в рез-х ассоц. предприятий	22 007	22 786	4%
Доля в рез-х СП	22 107	-4 743	-121%
Курсовая разница	-805	7 250	-1001%
Прибыль до налогообложения	154 010	407 959	165%
Расходы по КПН	-17 287	-28 797	67%
Прибыль от продолж. деят-ти	136 723	379 162	177%
Прибыль от прекращ. деят-ти	2 431	1 104	-55%
ПРИБЫЛЬ ЗА ПЕРИОД	139 154	380 266	-63%
Скорр. чистая прибыль*	31 440	66 759	112%

*с корректировкой на единоразовые статьи

Источник: Данные Компании

Результаты 2018г.

КАП по итогам 2018г. отчитался об увеличении выручки на 58% г/г до 437млрд тенге, что стало следствием роста продаж урана на 65% г/г до 16.6тыс тонн и увеличения цен реализации в валюте на 1% и в тенге на 7% г/г. Средняя цена реализации в 2018г. составила T21 930/кг (\$24.46/фунт), показав рост на 8% г/г.

Себестоимость выросла на 49% до 314млрд тенге, что в основном было обусловлено ростом затрат на сырье и материалы (+41% г/г). При этом, вследствие ослабления тенге удельная денежная себестоимость (по доле участия) сузилась с \$12.02/фунт до \$11.56/фунт (-4% г/г). Денежная себестоимость с учетом капитальных затрат снизилась на 6% г/г и составила \$16.09/фунт.

Кроме того, в отчётном периоде в сравнении с предыдущими годами компания отразила изменения в структуре активов, которые оказали одномоментное влияние на показатели. Доля участия в Инкай выросла с 40% до 60%, в Хорасан-У – с 34% до 50%, в Байкен-У – с 5% до 52.5% и в Кызылкуме – с 30% до 50%, а в проектах Акбастау и Каратау изменились условия осуществления сделок с Uranium One. Согласно расчетам КАП, влияние данных изменений на чистый доход позитивно и составляет 315млрд тенге.

Общие и административные расходы повысились на 15% вследствие роста зарплат работникам (+8% г/г) и расходов на консультационные и информационные услуги (+42% г/г).

Существенное увеличение наблюдается по расходам на реализацию на 144% г/г до 10.5млрд тенге в связи с повышением затрат на погрузку, транспортировку и хранение, что было вызвано ростом продаж урановой продукции и изменением структуры активов.

Тем не менее, благодаря более высоким физическим объемам продаж и ценам реализации, а также за счет укрепления доллара, операционная прибыль составила 77.5 млрд тенге, превысив показатель 2017г. на 138%.

Скорректированный показатель EBITDA (attributable) укрепился на 9% и составил 140млрд тенге.

Чистая прибыль в результате одномоментных изменений, включающих консолидацию стоимости инвестиций и реализацию пут-опциона в 2017г., составила 66.8млрд тенге, что соответствует росту на 11% г/г.

Расчет ожидаемых дивидендов

Мы оцениваем низкой вероятностью выплаты дивиденда в размере 37 тенге/акцию, расчет которого мы произвели исходя из 75% величины FCF по итогам 2018г. в размере около 12.8млрд тенге.

Выплата суммы, эквивалентной \$200млн, по нашей оценке, больше сопоставима с планами компании. Мы рассчитываем, что компания направит на выплату около 69млрд тенге и размер дивиденда составит T266/акцию.

По итогам 2019г. мы ожидаем аналогичную схему выплаты дивиденда. На будущие периоды мы видим смысл сосредоточиться на ожидаемых FCF. Расчет FCF согласно КАПу производится путем вычета из CFO всех капитальных затрат и прибавления дивидендов от ассоциированных и совместных предприятий. По нашим расчетам, исходя из допущения выплаты в качестве дивиденда КАПу 10% от FCF ассоциированных и совместных предприятий, FCF КАПа в

2020-2025г. будет варьироваться в диапазоне 67-195млрд тенге.

Отношение чистого долга к скорректированному EBITDA, по нашим прогнозам, будет также соответствовать условиям дивидендной политики, согласно которой компания будет направлять на дивиденд 75% от FCF.

Так, переходя на прогноз чистого долга отметим, что практически весь долговой портфель КАП (99%) – валютный, в USD, при этом Долг/Капитал относительно невелик (0.2x в 2018г.) В общей сумме финансовые обязательства на конец 2018г. составили 200млрд тенге (+64% г/г) или \$557 (+36% г/г). При этом большая часть долга компании отражена к погашению в текущем году (184млрд тенге). Чистый долг компании составляет 71млрд тенге против чистого cash в 2017г. в размере 127млрд. По нашим прогнозам чистый долг компании в 2019г. перейдет в положительную величину (37млрд тенге) за счет погашения большей части краткосрочных обязательств и снижения денежных средств до 122млрд тенге.

Резюмируя расчеты, наш прогноз дивиденда по итогам 2018-2025гг. выглядит следующим образом:

тенге/акцию	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П
Дивиденд	266	289	260	448	546	507	613	753

Прогнозы на 2019-2025гг.

Условия на рынке урана остаются уязвимыми. Цена на уран с декабря 2018г. снизилась на 7% и сейчас составляет \$27/lb. По прогнозам UX Consulting, цена на уран в 2019г. в среднем составит \$27-\$28/lb. В последующие пять лет цена урана, по ожиданиям UX Consulting, не превышает \$30/lb. Наши ожидания в модели рассчитаны исходя из прогнозов UX Consulting и средняя цена реализации урана по всем добывающим активам в 2019-2024гг. варьируется в пределах \$29/lb и \$31/lb в 2025г.

По прогнозам КАП в 2019г. уровень производства по долям участия составит 13.0-13.5тыс тонн урана, и при объеме продаж в 15-16тыс тонн ожидается консолидированная выручка на уровне 437млрд тенге. Стоит отметить, что ранее компания исходила из плана реализации 14тыс тонн в 2019г. КАП рассчитывает на незначительное изменение денежной себестоимости с \$11.56/lb. в 2018г. до \$11/lb -\$12/lb. Общие капитальные инвестиции (на 100% основе) планируются на уровне 85-95млрд.

Наш прогноз по производству (по долям участия) на 2019г. составляет 13.7тыс тонн урана, и мы закладываем объем реализации урана на уровне 16.5тыс тонн.

Мы закладываем денежную себестоимость на уровне \$12/lb и ожидаем выручку по итогам 2019г. в размере 407млрд тенге.

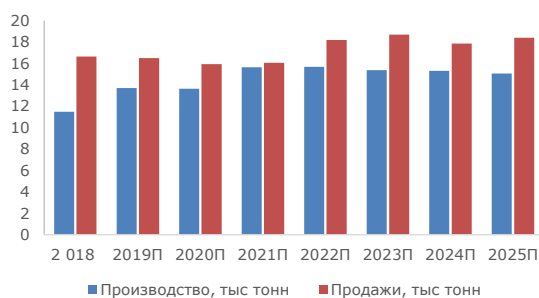
Капитальные затраты по доле участия по нашим расчетам составят около 65млрд тенге и ставка амортизации в среднем будет соответствовать прошлым периодам (12%).

Мы также актуализировали наши ожидания по расходам по реализации и общим и административным расходам исходя из прогнозного уровня инфляции в Казахстане в диапазоне 4%-5% с учетом изменения объема реализации.

Расчет 12М целевой цены

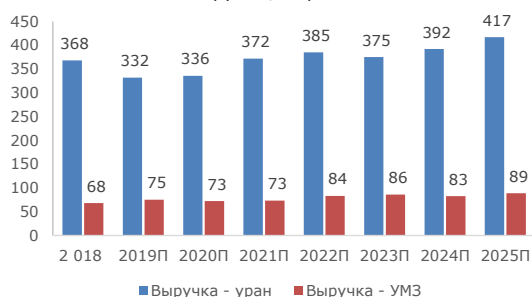
Мы по-прежнему рассчитываем средневзвешенную стоимость капитала (WACC) на уровне 10.5%. Мы закладываем терминальные темпы роста в 5%, оценивая высокий темп

Рис. 2. Производство и продажи



Источник: Прогнозы Halyk Finance

Рис. 3. Сегментная выручка, млрд тенге



Источник: Прогнозы Halyk Finance

роста свободных денежных потоков после 2025г.

Мы также учитываем сумму FCF, получаемую от долей участия в ассоциированных и совместных предприятиях в размере 2.5млрд тенге.

Наша целевая цена составила \$16.55/акцию по KAP LI и T6 205/акцию по KAP KZ.

Мы оцениваем финансовое положение компании как стабильное и отмечаем «валютный» характер выручки при текущем курсе тенге в качестве сильной базы для денежных потоков компании. Мы не видим предпосылок давления слабой ценовой конъюнктуры на финансовое состояние компании, акцентируя внимание на низкую себестоимость производства. Отмечая стратегически важную роль КАП для общемировой урановой индустрии, мы не видим весомых рисков, способных оказать давление на объем продаж: более трети спроса на продукцию КАП обеспечивается за счет Китая, ориентир которого на расширение атомной энергетики довольноно агрессивный. С точки зрения краткосрочной инвестиционной привлекательности мы рассматриваем дивиденды в качестве основного триггера. Резюмируя обновленный анализ по итогам 2018г. мы рекомендуем «Покупать» акции КАП.

Рис. 4. Расчет 12М ЦЦ

₸ млн	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П
EBITDA adj	123 982	163 191	163 461	154 894	174 373	204 093
"-Налог на прибыль"	-28 795	-28 794	-28 793	-28 792	-28 791	-28 790
"-Капитальные инвестиции"	-65 132	-62 060	-43 368	-53 828	-51 404	-52 708
"-Изменения в оборотном капитале"	22 673	2 838	-11 039	-1 803	338	4 126
Свободные денежные потоки	52 728	75 175	80 261	70 470	94 517	126 721
WACC	10.5%					
Дисконтированные денежные потоки	44 114	56 918	54 995	43 698	53 025	64 337
₸ млн						
Потоки в стадии роста	317 087					
Терминальная стоимость	2 419 217					
Приведенная терминальная стоимость	1 228 250					
Стоимость компании	1 545 337					
Доля в АП и СП	2 523					
Чистый долг (cash) - 2019	-61 495					
Акционерная стоимость компании	1 609 355					
Кол-во акций в обращении (млн)	259					
Справедливая стоимость, ₸/акцию	6 205					
Текущая цена, ₸/акцию	5 530					
Справедливая стоимость, \$/акцию	16.55					
Текущая цена, \$/акцию	14.3					
Потенциал роста	16%					
Рекомендация	Покупать					

Источник: 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».

© 2019 г., все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чувев	Заместитель директора
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Алия Асылбекова	Долевые инструменты
Владислав Туркин	Долговые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
a.assilbekova@halykfinance.kz
v.turkin@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Айжана Молдахметова	Институциональные инвесторы
Шынар Жаканова	Институциональные инвесторы
Дарья Манеева	Розничные инвесторы
Азиза Ордабаева	Розничные инвесторы
Алия Абдумажитова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
a.moldakhmetova@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
d.maneyeva@halykfinance.kz
a.ordabayeva@halykfinance.kz
a.abdumazhitova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance