

Производственные результаты за 1 полугодие 2021 г.

12 августа 2021 г.

Тикер	KAP LI
Рекомендация	Продавать
Текущая цена, \$/акцию	25.95
Целевая цена (12 мес.), \$/акцию	20.86
Ожидаемый потенциал роста	-20%

Тикер	KZAP KZ
Рекомендация	Продавать
Текущая цена, ₸/акцию	11 348
Целевая цена (12 мес.), ₸/акцию	8 980
Ожидаемый потенциал роста	-21%
Ожидаемые дивиденды (2021), ₸/акцию	1 093
Ожидаемая дивидендная доходность	12%

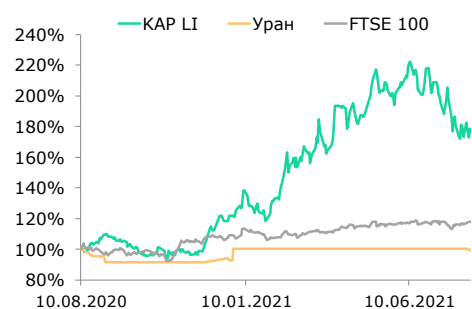
Кол-во простых акций (млн)	259.4
Доля акций в свобод.обращ. (%)	25%
Ср. ежедн. объем торгов (\$ млн.)	0.8
Рыночная капитализация (\$ млн)	6 730

Фин. показатели (₸ млрд)	2020	2021П	2022П
Выручка	587.5	578.3	593.7
Операционные расходы	-363.6	-356.4	-365.0
ЕБИТДА, скорр.	238.8	239.8	246.5
Чистая прибыль, скорр.	205.1	210.9	223.4
EPS, ₸/акцию	790.8	813.3	861.2
Ден. средства и экв.	113.3	339.3	276.2
Собственный капитал	1 339.8	1 587.3	1 512.4
Чистый долг	-14.8	-289.4	-235.6

Оценка	2020	2021П	2022П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	-0.06	-1.21	-0.96
Долг/Капитал	0.07	0.06	0.05
EV/Sales (x)	5.19	4.80	4.76
EV/ЕБИТДА (x)	12.77	11.56	11.47
P/E (x)	14.35	13.95	13.18

Динамика акций	KAP LI	FTSE 100
1М	-9.6%	0.0%
3М	-12.8%	2.3%
12М	76.3%	15.7%
Исторический максимум	31.9	
Исторический минимум	13.5	

Динамика акций	KZAP KZ	KASE
1М	-9.6%	-5.3%
3М	-9.2%	-6.2%
12М	95.0%	26.9%
Исторический максимум	13 599	
Исторический минимум	5 886	



Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg

По результатам 1 полугодия 2021 г. производство урана КазАтомПром по доле участия составило 5.9 тыс. тонн, увеличившись на 1% г/г. В целом объявленные результаты находятся в рамках наших ожиданий. Принимая во внимание планы по продлению сокращению производства на 20% в 2023 г., мы скорректировали нашу ЦЦ с 21.05 до 20.86 \$/ГДР. С момента нашей последней рекомендации («Продавать» от 2 июня) цена акции уменьшилась на 10.5%, однако с учетом сохранения ограниченных перспектив значительного увеличения рыночных цен на уран в обозримом будущем, мы по-прежнему считаем акции компании переоцененными и сохраняем нашу рекомендацию **Продавать**.

Производственные результаты в рамках наших ожиданий. По итогам 1 полугодия 2021 г. объем производства урана на 100% основе составил 10.5 тыс. тонн, оставшись на уровне аналогичного периода прошлого года. Снижение производства в 1 квартале 2021 г., из-за Covid-19, было компенсировано увеличением производства во 2-м квартале. Объем производства пропорционально доле владения за полугодие увеличился на 1% г/г до 5.9 тыс. тонн.

Несмотря на аналогичный уровень производства по сравнению с предыдущим годом, объем продаж на 100% основе в 1 полугодии 2021 г. составил 6.2 тыс. тонн, что больше на 47% г/г. При этом объем реализации пропорционально доле владения был равен 5.2 тыс. тонн, увеличившись на 38% г/г. Рост обусловлен сезонностью и различием графиков поставок в 2020 и 2021 гг.

Средняя цена реализации урана по сделкам КАП за 1 полугодие 2021 г. выросла на 7% г/г до \$29.63 за фунт.

Продление сокращения производства на 2023 г. Компания также объявила о намерениях продлить политику сокращения объемов производства на 20% на 2023 г. по сравнению с запланированными уровнями добычи в рамках контрактов на недропользование. По данным компании, несмотря на сокращение объемов спотового рынка и незначительное улучшение цен, увеличение объема предложения на рынке урана в 2023 г. с малой вероятностью будет способствовать максимизации прибыли для акционеров компании. Таким образом, в 2023 г. объем производства запланирован на уровне 2022 г., в диапазоне 22.5-23 тыс. тонн урана на 100% основе или 12.55-13 тыс. тонн по доле участия.

С учетом данного сокращения производства мы внесли изменения в наш прогноз, что отразилось на снижении финансовых показателей компании в 2023 г.

Основные прогнозы на 2021 г. остаются без изменений. Объем продаж на 100% основе ожидается на уровне 15.5-16 тыс. тонн урана. Из них на объем продаж КАП придется 13.5-14 тыс. тонн. Превышение объема продаж над производством будет компенсироваться за счет имеющихся запасов, а также за счет сторонних поставок.

По нашим прогнозам, консолидированная чистая прибыль в 2021 г. составит около 324.9 млрд тенге, что на 47% больше, чем за предыдущий год. Как мы отмечали ранее, на размер прибыли в текущем году значительное влияние окажет сделка по продаже Казатомпромом 49% доли ТОО «ДП «Орталык» китайской CGNPC за 435 млн долл. США или 187.9 млрд тенге. При этом скорректированная чистая прибыль без учета единоразовых статей увеличится на 3% г/г до 211 млрд тенге.

По нашим ожиданиям, размер дивидендов за 2021 г., в соответствии с дивидендной политикой компании, составит порядка 1093 тенге/акцию, с дивидендной доходностью около 12%.

Рис. 1. Производственные результаты за 1 полугодие 2021 г.

Показатель	Ед. изм.	1П2021	1П2020	% г/г	2020	2019	% г/г
Объем производства U3O8 (на 100% основе)	Тонн	10 451	10 434	0%	19 477	22 808	-15%
Объем производства U3O8 (по доле участия)	Тонн	5 864	5 790	1%	10 736	13 291	-19%
Объем реализации U3O8 (на 100% основе)	Тонн	6 193	4 220	47%	16 432	16 044	2%
вкл. объем реализации КАП (по доле участия)	Тонн	5 179	3 749	38%	14 126	14 148	0%
Средняя цена реализации по сделкам КАП	USD/lb	29.63	27.81	7%	29.63	26.91	10%
Спотовые цены на конец месяца	USD/lb	30.18	29.46	2%	29.96	25.64	17%

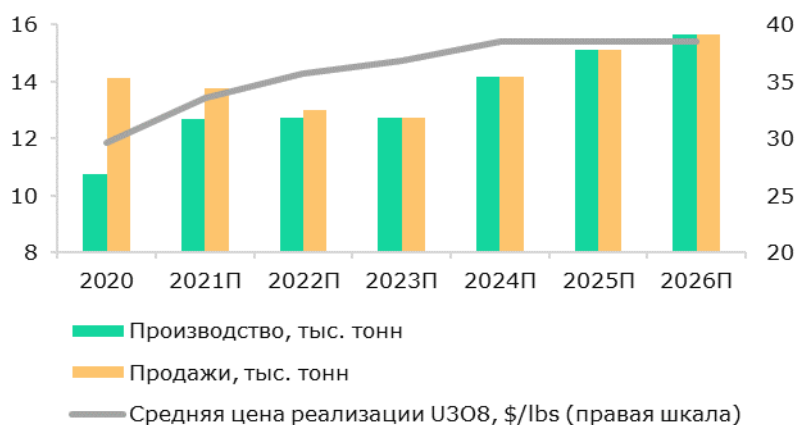
Источник: данные компании

Рис. 2. Ожидания компании по объемам производства на 2021-2023 гг.

Показатель	Ед. изм.	2021П	2022П	2023П
Объем производства U3O8 (на 100% основе)	Тонн	22 500 - 22 800	22 500 - 23 000	22 500 - 23 000
Объем производства U3O8 (по доле участия)	Тонн	12 550 - 12 800	12 550 - 13 000	12 550 - 13 000
Объем реализации U3O8 (на 100% основе)	Тонн	15 500 - 16 000		
вкл. объем реализации КАП (по доле участия)	Тонн	13 500 - 14 000		

Источник: данные компании

Рис. 3. Прогноз по объемам производства, продаж по доле участия и ценам урана до 2026 г.



Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg

Рис 4. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

Т млн	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	578 335	593 715	620 894	730 291	792 250	839 133
Себестоимость	-311 329	-319 325	-335 403	-397 712	-440 138	-478 124
Расходы по реализации	-14 459	-14 099	-14 237	-16 286	-17 767	-18 851
Общие и административные расходы	-30 617	-31 612	-32 561	-33 456	-34 259	-35 081
ЕВИТ	221 930	228 678	238 693	282 836	300 085	307 077
" +Амортизация"	17 015	16 853	16 747	16 723	16 987	17 388
ЕВИТDA adj	239 834	246 505	256 404	300 514	318 019	325 403
" -Налог на прибыль"	-85 821	-55 841	-58 195	-69 252	-74 133	-77 114
" -Капитальные инвестиции"	-15 371	-15 779	-16 502	-19 409	-21 056	-22 302
" -Изменения в оборотном капитале"	-2 394	-3 914	-6 202	-12 802	-13 861	-15 320
Свободные денежные потоки	136 248	170 970	175 505	199 051	208 970	210 667
WACC	11.4%					
Дисконтированные денежные потоки		153 539	141 542	144 122	135 878	123 016

Т млн	
Потоки в стадии роста	698 097
Терминальная стоимость	2 297 464
Приведенная термин. стоимость	1 341 566
Стоимость компании	2 039 663
Чистый долг	-289 423
Акционерная стоимость компании	2 329 086
Кол-во акций в обращении (млн)	259.36
Справедливая стоимость, Т/акцию	8 980
Справедливая стоимость, \$/ГДР	20.86

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей в млн тенге

	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
АКТИВЫ								
Нематериальные активы	54 697	59 906	59 321	58 756	58 219	57 764	57 357	56 989
Основные средства	179 453	172 747	171 103	170 030	169 784	172 471	176 539	181 453
Затраты по подготовке к производству	140 740	128 319	128 319	128 319	128 319	128 319	128 319	128 319
Права на недропользование	603 042	577 511	553 061	529 646	507 222	485 748	465 183	445 488
Прочие инвестиции	124 632	120 274	120 274	120 274	120 274	120 274	120 274	120 274
Прочие долгосрочные активы	73 549	88 233	88 233	88 233	88 233	88 233	88 233	88 233
Итого долгосрочные активы	1 176 113	1 146 990	1 120 311	1 095 258	1 072 052	1 052 808	1 035 906	1 020 757
Дебиторская задолженность	90 627	117 418	125 138	123 623	119 076	90 036	75 969	66 671
Запасы	217 059	233 389	227 332	233 171	244 911	290 409	321 388	349 126
ДС и эквиваленты	98 560	113 347	339 340	276 201	341 117	359 083	445 126	527 958
Прочие краткосрочные активы	72 040	74 891	115 852	112 789	139 060	182 571	218 386	251 423
Итого краткосрочные активы	478 286	539 045	807 662	745 784	844 163	922 099	1 060 870	1 195 178
Активы для продажи	19 734	3 244	-	-	-	-	-	-
ИТОГО АКТИВЫ	1 674 133	1 689 279	1 927 973	1 841 042	1 916 215	1 974 907	2 096 775	2 215 935
КАПИТАЛ								
Акционерный капитал	37 051	37 051	37 051	37 051	37 051	37 051	37 051	37 051
Дополнительно оплаченный капитал	4 420	4 461	4 461	4 461	4 461	4 461	4 461	4 461
Резервы	1 647	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666	1 666
Нераспределенная прибыль	944 917	1 029 477	1 227 657	1 167 647	1 224 749	1 321 313	1 411 218	1 500 172
Капитал мажоритариям	988 035	1 072 655	1 270 835	1 210 825	1 267 927	1 364 491	1 454 396	1 543 350
Неконтролирующая доля владения	254 119	267 137	316 492	301 547	315 768	339 817	362 207	384 360
ИТОГО КАПИТАЛ	1 242 154	1 339 792	1 587 327	1 512 373	1 583 695	1 704 307	1 816 603	1 927 711
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА								
Кредиты и займы	69 300	76 300	91 092	77 088	77 088	-	-	-
Резервы	39 487	26 393	26 393	26 393	26 393	26 393	26 393	26 393
Отложенные налоговые обязательства	129 582	127 483	127 483	127 483	127 483	127 483	127 483	127 483
Прочие долгосрочные обязательства	8 516	7 739	7 739	7 739	7 739	7 739	7 739	7 739
Итого долгосрочные обязательства	246 885	237 915	252 707	238 703	238 703	161 615	161 615	161 615
Кредиты и займы	90 664	21 526	-	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	58 562	43 948	42 807	43 907	46 118	54 685	60 519	65 742
Прочие долгосрочные обязательства	35 479	45 682	45 132	46 060	47 699	54 300	58 038	60 867
Обязательства для продажи	389	416	-	-	-	-	-	-
Итого краткосрочные обязательства	184 705	111 156	87 939	89 967	93 817	108 985	118 557	126 609
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	431 979	349 487	340 646	328 670	332 520	270 600	280 172	288 224
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ	1 674 133	1 689 279	1 927 973	1 841 042	1 916 215	1 974 907	2 096 775	2 215 935
	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	502 269	587 457	578 335	593 715	620 894	730 291	792 250	839 133
Себестоимость	-307 498	-319 624	-311 329	-319 325	-335 403	-397 712	-440 138	-478 124
Валовая прибыль	194 771	267 833	267 006	274 390	285 491	332 579	352 112	361 009
Расходы по реализации	-10 827	-14 352	-14 459	-14 099	-14 237	-16 286	-17 767	-18 851
Общие и административные расходы	-32 024	-29 582	-30 617	-31 612	-32 561	-33 456	-34 259	-35 081
Операционная прибыль	151 920	223 899	221 930	228 678	238 693	282 836	300 085	307 077
Разовые статьи	56 884	20 332	165 432	-	-	-	-	-
Курсовая разница	83	3 759	3 752	-	-	-	-	-
Прочие доходы	19 719	7 370	7 628	7 876	8 112	8 335	8 535	8 740
Прочие расходы	-6 797	-7 605	-7 871	-8 127	-8 371	-8 601	-8 807	-9 019
Финансовые доходы	3 990	4 983	4 611	13 574	12 725	15 134	16 789	21 511
Финансовые расходы	-11 955	-7 680	-5 841	-3 310	-2 552	-1 276	-	-
Доля в результатах ассоциированных предприятий	23 547	39 482	38 869	39 903	41 729	49 082	53 246	56 397
Доля в результатах совместных предприятий	9 864	604	595	610	638	751	815	863
Прибыль до КПН	247 255	285 144	429 104	279 204	290 975	346 261	370 663	385 568
КПН	-33 506	-63 776	-85 821	-55 841	-58 195	-69 252	-74 133	-77 114
ПРИБЫЛЬ ЗА ГОД	213 749	221 368	343 283	223 363	232 780	277 009	296 530	308 455
	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Денежные потоки от операционной деятельности	159 529	161 593	193 274	237 151	244 247	282 134	300 990	311 932
инвестиционной деятельности	-28 271	48 759	184 557	-2 913	-3 653	-6 634	-8 323	-9 600
финансовой деятельности	-159 103	-201 415	-151 837	-297 377	-175 679	-257 533	-206 625	-219 501
Чистое изменение денежных средств	-27 845	8 937	225 993	-63 139	64 915	17 966	86 043	82 832
Денежные средства и эквиваленты на начало года	128 819	98 560	113 347	339 340	276 201	341 117	359 083	445 126
Денежные средства и эквиваленты на конец года	98 560	113 347	339 340	276 201	341 117	359 083	445 126	527 958

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».

© 2021 г., все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чуев	Директор
Дмитрий Шейкин	Зам. директора
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Владислав Бенберин	Долговые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Алмас Альмаганбетов	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
v.benberin@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz
a.almaganbetov@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