

## ПОКУПАТЬ

Стратегия инвестирования	Долгосрочная
Целевая цена CS ГДР	\$17,4
Целевая цена CS простых акций	KZT 6 410
Потенциал роста	13%

Сектор	Энергетический
Акционеры	АО «ФНБ «Самрук Казына»
Кол-во размещаемых акций, тыс. шт.:	38 903,491
Общее количество выпущенных акций, тыс. шт.:	259 356,608
Доля размещаемых акций	Не менее 15%
Капитализация (рассчитанная): млрд. тенге:	1 644
Website Компании:	www.kazatomprom.kz

Источник: сайт Компании

## Параметры размещения акций, ГДР

Ценовой диапазон	\$11,6 - \$15,4
Капитализация	\$3 – 4 млрд.
Сумма привлечения	\$451 - \$599 млн.
Период Bookbuilding	01.11.2018 – 12.11.2018
Объявления цены размещения	13.11.2018 г.
Биржа	LSE: ГДР (\$) AIX: акции (KZT) и ГДР (\$)
Дата начала вторичных торгов	LSE: 16 ноября 2018 AIX: 14 ноября 2018
Соотношение Акция : ГДР	1 : 1

Источник: сайт Компании

## Основные производственные показатели, тыс. тонн

Добыча урана	2013	2014	2015	2016	2017
Казахстан	22 501	22 829	23 607	24 586	23 321
Казатомпром	12 568	13 627	12 766	13 095	12 093
Доля Ко	55,86%	59,69%	54,08%	53,26%	51,85%

Источник: данные Компании

## Основные финансовые показатели, млн. тенге:

Наименование	2014	2015	2016	2017
Выручка	322 745	397 766	394 315	336 517
ЕВITDA	34 730	47 686	136 349	171 432
Прибыль до КПН	19 689	49 545	129 543	156 616
Совокупный доход	17 329	53 690	111 555	139 154
Net Debt	103 103	104 550	-3 778	-127 124
ROE	4,1%	11,4%	19,6%	21,7%
ЕВIT	7,4%	9,1%	31,6%	47,5%
ЕВITDA	10,8%	12,0%	34,6%	50,9%

Источник: Данные Компании и расчеты CS

## KAZATOMPROM IPO

### Объявление ценового диапазона

- АО «НАК «Казатомпром» (далее Компания) является крупнейшим в мире производителем природного урана с приоритетным доступом к одной из крупнейших в мире ресурсных баз. Единственным акционером компании является Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына», полностью принадлежащий Правительству Республики Казахстан.
- В рамках государственной программы приватизации Компания намерена разместить не менее 15% от объема простых акций на площадке Международного финансового центра Астаны (далее АИХ) и Лондонской фондовой биржи (далее LSE) в виде простых акций и ГДР.
- 31 октября 2018 г. Компания объявила ценовой диапазон и условия размещения (далее Предложение).
- Согласно Предложению ценовой диапазон акций/ГДР установлен на уровне 11,6 – 15,4 долл. США. Стоимость акционерного капитала установлена в диапазоне 3 – 4 млрд. долл. США.
- В рамках Предложения «Самрук-Казына» будет продавать Акции в количестве до 38 903 491 штук («Предлагаемые акции»), что составляет 15% от общего количества выпущенных акций Общества, равного 259 356 608 Акциям.
- Одновременно с Предложением, «Самрук-Казына» предложит не менее 20% от общего количества Предлагаемых акций в рамках локального предложения Акции и ГДР институциональным и розничным инвесторам в Республике Казахстан на площадке АИХ в соответствии с правилами и положениями АИХ. Количество Акции и ГДР, проданных в рамках Предложения на АИХ, уменьшит количество Акции в форме ГДР, доступных для продажи в рамках Предложения.
- Ожидается, что окончательная цена будет объявлена ориентировочно 13 ноября 2018 года или в ближайшее к этой дате время, а условные торги с ГДР начнутся на Лондонской фондовой бирже в 08.00 соответствующего дня.
- Ожидается, что допуск ГДР будет получен, и безусловные сделки с ГДР на Лондонской фондовой бирже начнутся ориентировочно 16 ноября 2018 года или в ближайшее к этой дате время.
- Ожидается, что допуск акций на АИХ будет получен ориентировочно 13 ноября 2018 года, и вторичные торги по акциям на АИХ начнутся ориентировочно с 14 ноября. Ожидается, что условные вторичные торги по ГДР на АИХ начнутся ориентировочно 14 ноября. Ожидается, что допуск ГДР на АИХ будет получен ориентировочно 16 ноября 2018 года, и безусловные вторичные торги по ГДР на АИХ начнутся ориентировочно с 19 ноября.

### Оценка стоимости акций по методу DCF

- Enterprise value (EV) – 1 256 294 млн. тенге
- Имплицитированная стоимость капитала (Implied Equity Value) – 1 383 418 млн. тенге.
- Чистый долг (2017 г.) – -127 124 млн. тенге.
- WACC (средневзвешенная стоимость капитала) – 8,7%.
- Нами была рассчитана средневзвешенная цена простых акций на основе трех методов – метод дисконтирования денежных потоков, сравнительный/рыночный метод и метод дисконтированных дивидендов.
- Целевая стоимость простых акций/ГДР, рассчитанная на основе трех методов, составила \$17,4 или 6 410 тенге. Потенциал роста по отношению к верхней границе ценового диапазона составляет около 13%.

### Преимущества

- Занимает первое место по производству урана в мире (около 20% мирового объема);
- Занимает второе место в мире по запасам урана.
- Экологически безопасный способ добычи урана (ПСВ) обеспечивает низкую себестоимость производства;
- Низкая долговая нагрузка, высокие показатели платежеспособности;

- Привлекательная дивидендная политика.

#### Финансовые результаты

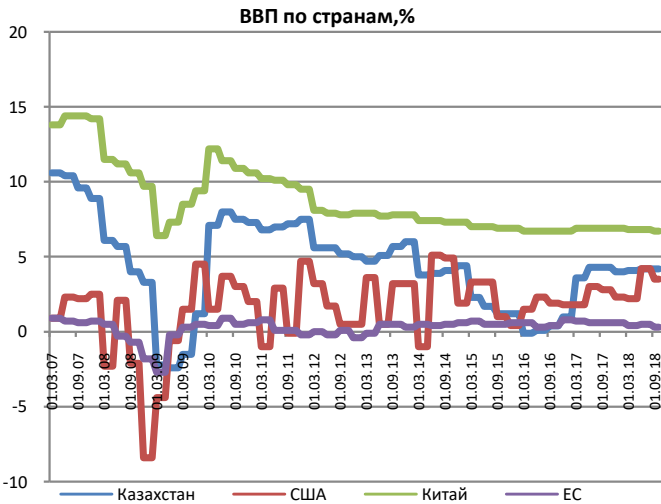
- Общая выручка Компании за первое полугодие 2018 года сократилась на 5,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составив 145 029 млн. тенге. Снижение обусловлено, преимущественно, уменьшением объема продаж урановой продукции на 7,2% и цены реализации на 1,9% по сравнению с показателями аналогичного периода прошлого года. Однако это снижение было частично компенсировано снижением курса тенге на 2,4% по отношению к доллару США.
- Прибыль Компании за этот период выросла на 281,3% до 115 020 млн. тенге за счет получения прибыли от приобретения бизнеса. Отметим, что в декабре 2017 г. Компания и Sameso завершили сделку по реструктуризации ТОО СП «Инкай». По условиям соглашения Компания увеличила свою долю участия в ТОО СП «Инкай» с 40% до 60% с 1 января 2018 г.

#### Риски

- Снижение рыночных цен на уран;
- Изменение цены и объема предложения сырья, необходимого для добычи урана;
- Волатильность курса национальной валюты по отношению к мировым валютам;
- Аварии/закрытие/приостановка АЭС в крупнейших странах;
- Истощение месторождений урана;
- Замедление темпов роста мировой экономики, и в частности, экономики Китая;
- Изменение таможенных пошлин на импорт урана крупнейших стран;
- Политическая и экономическая неопределенность и нестабильность в мире;
- Измен. законодательства естественных монополий и налогообложения в РК.

#### Целевая цена

Наша средневзвешанная цена на основе трех методов оценки и сценариев развития Компании составила **6 410 тенге/простую акцию или 17,3 долл. США/ГДР**. Потенциальный рост к верхней границе ценового диапазона составляет около 13%. Мы рекомендуем **Покупать** при долгосрочной стратегии инвестирования. Считаем, что ценные бумаги Компании могут иметь инвестиционную привлекательность с точки зрения дивидендной доходности, а также от прироста стоимости акций при увеличении спроса на урановую продукцию со стороны азиатских стран и сокращения производства крупнейшими производителями.



Источник: Bloomberg

**Макроэкономические показатели**

Согласно данным статистики темп роста ВВП Казахстана за первое полугодие 2018 г. составил 4,2%, средний тем прироста за последние пять лет составил около 5,5%.

Темп роста промышленного сектора с начала года составил 4,8% по сравнению с предыдущим годом.

Индекс потребительских цен РК на конец октября 2018 г. составил 0,4% и с начала текущего года по октябрь составил 3,7% (Источник: Агентство статистики РК).

Среднемесячная заработная плата в 2018 г. составила 160 555 тенге, увеличившись на 9,7% по сравнению с показателем предыдущего года.

Курс национальной валюты по отношению к доллару США по данным Национального Банка РК с начала года ослаб на 12,6%, составив в среднем 367,17 тенге на фоне введения антиросийских санкций.

Стоимость нефти марки Brent с начала года выросла на xx%, составив на конец октября 78 долл. США/баррель на фоне снижения запасов сырья в мире и результатов соглашения стран ОПЕК+.

**Описание Компании**

«Казатомпром» является крупнейшим в мире производителем урана. В 2017 году добыча природного урана Группы составила 20% от совокупной мировой первичной добычи урана. Группа имеет крупнейшую резервную базу в отрасли с запасами урана, составляющими немногим менее 300 тыс. тонн.

«Казатомпром» вместе с дочерними, зависимыми и совместными организациями ведет разработку 26 участков на территории Республики Казахстан, объединенных в 13 уранодобывающих предприятий. На всех разрабатываемых Группой месторождениях возможно ведение добычи методом ПСВ (подземного скважинного выщелачивания).

Экономически выгодная и экологически безопасная технология ПСВ в сочетании с длительным сроком эксплуатации добывающих активов позволяет Группе оставаться в числе ведущих мировых производителей с наиболее низкой стоимостью добычи урана.

В качестве национальной атомной компании Республики Казахстан «Казатомпром» имеет партнерские отношения с мировыми лидерами уранодобывающей промышленности. Основными потребителями продукции Группы являются компании по производству атомной энергии. Группа экспортирует свою продукцию на рынки Китая, Юго-Восточной Азии, Северной Америки и Европы. Группа осуществляет поставки урана и урановой продукции в рамках долгосрочных и краткосрочных контрактов, а также на спотовом рынке непосредственно через головной офис или через учрежденное в Швейцарии дочернее предприятие Trading House KazakAtom (ТНК).

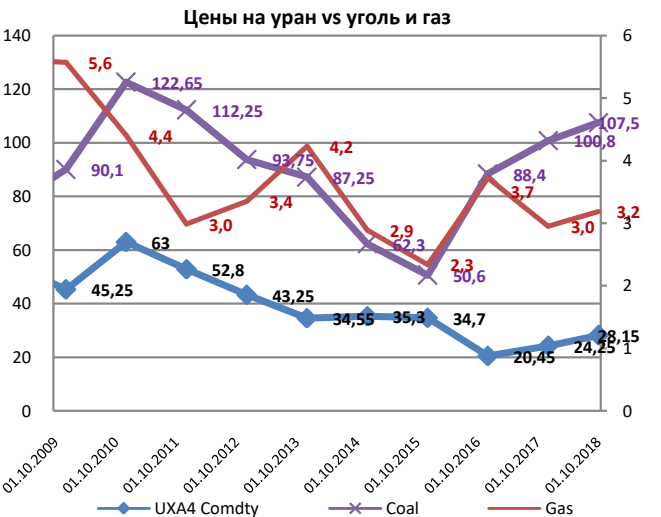
Казатомпром расширил свою деятельность по всей цепочке дореакторного ЯТЦ, включая обогащение, производство порошков UO<sub>2</sub>/топливных таблеток, и в ближайшем будущем начнет производство тепловыделяющих сборок.

Вне ЯТЦ Казатомпром развил деятельность по переработке редких металлов и редкоземельных элементов, а также разработал ряд инициатив в области НИОКР, которые нашли отражение в интеллектуальной собственности, патентах и передовых технологиях.

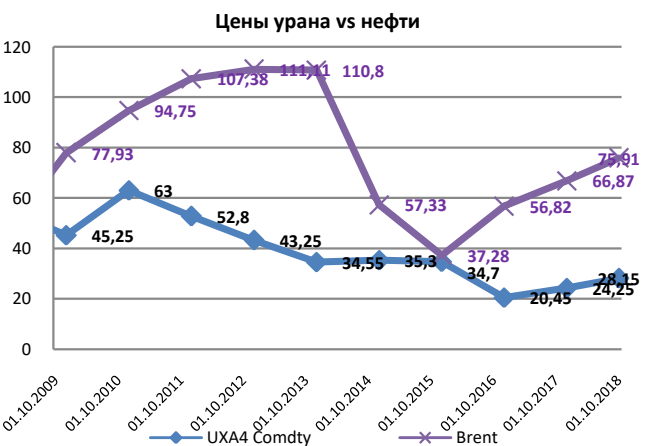
- **Акционером Компании является:**
  - АО «ФНБ «Самрук Казына» - 100%;

• **Производственные активы Компании:**  
 Казахстан является крупнейшей страной в мире по объему запасов и ресурсов урана.

Месторождения урана, выявленные на территории Казахстана, различны по условиям формирования и практическому значению. По общности геологических позиций, генетических признаков и территориальной обособленности месторождения Казахстана можно рассматривать в составе шести урановорудных провинций: Шу-Сарысуйская,



Источник: Bloomberg



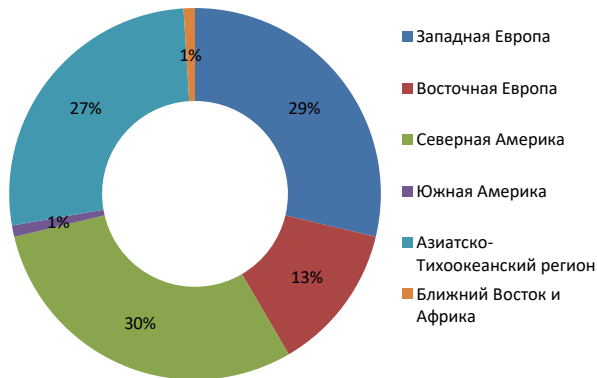
Источник: Bloomberg

**Мировая мощность энергетики**



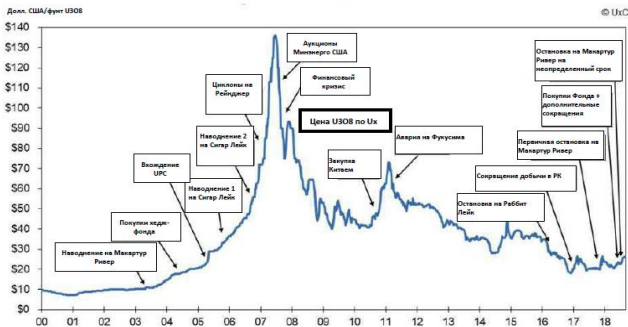
Источник: Компании

**Мощность атомной энергетики**



Источник: Компании

**Спот-цены на уран, 2000-2018 гг.**



Источник: Проспект выпуска акций Компании

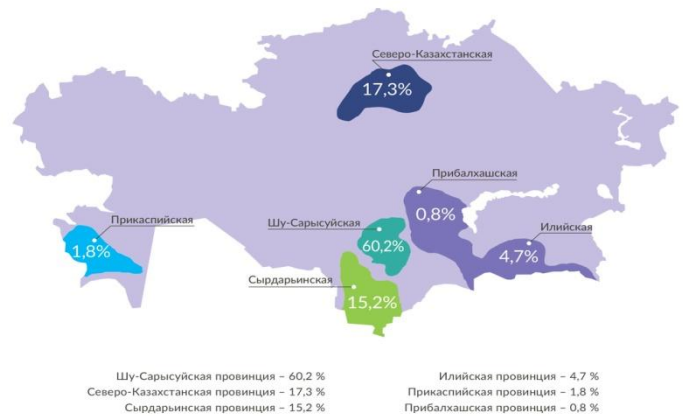
Сырдарьинская, Северо-Казахстанская, Прикаспийская, Прибалхашская, Илийская.

Казахстан располагает 67% разведанных мировых запасов урана, пригодных для отработки методом подземного скважинного выщелачивания (ПСВ).

В настоящее время из 56 разведанных месторождений с балансовыми запасами урана разрабатываются 14, а остальные 42 находятся в резерве.

«Казатомпром» вместе с дочерними, зависимыми и совместными организациями ведет разработку 26 участков на территории Республики Казахстан, объединенных в 13 горнорудных активов. Еще 5 активов находятся в стадии геологоразведки. Основная часть уранодобывающих активов Компании находится в южной части РК.

**Регионы добычи природного урана**



Источник: Данные Компании

Компания сохраняет за собой глобальное первенство с уровнем добычи более 12 тыс. тонн урана (2017 г.), что составляет 20% мирового производства.

100% добычи урана на месторождениях Компании осуществляется методом подземного скважинного выщелачивания (ПСВ).

Способ добычи урана методом подземно-скважинного выщелачивания (ПСВ) был впервые использован в 1960-х годах и составлял 50% мирового производства урана в 2017 году.

Метод ПСВ, в сравнении с традиционными способами, обеспечивает более низкую стоимость добычи, оказывает меньшее негативное влияние на окружающую среду и обеспечивает высокие показатели в сфере безопасности производства и охраны труда.

Компания является первой в мире, запустившей в промышленное производство рудник с мощностью 1 000 тонн урана в год, на котором используется метод ПСВ.

Отметим, что использование при добыче урана метода ПСВ позволяет Компании добывать уран с самой низкой себестоимостью в мире. В настоящее время по данным Компании себестоимость добычи урана составляет около 12,2 долл. США/фунт, и включая капитальные затраты – 16,3 долл. США/фунт.

АО «НАК «Казатомпром» расширило свою деятельность по цепочке дореакторного ЯТЦ, включая обогащение, производство порошков UO<sub>2</sub>/топливных таблеток, и в ближайшем будущем планирует начать производство тепловыделяющих сборок.

В октябре 2013 года АО «НАК «Казатомпром» через казахстанско-российское совместное предприятие АО «ЦОУ» вошло в состав акционеров АО «Уральский электрохимический комбинат», крупнейшего предприятия по обогащению урана. Данное сотрудничество в области мирного использования атомной энергии позволило компании получить доступ к услугам по обогащению урана. Основная продукция – гексафторид урана для атомных электростанций, обогащенный изотопом



**Международные партнеры КАП**

СП	Партнер	Дата СП	Доля КАП, %
Аппак	Sumitomo, Kansai	2 005	65,00%
Инкай	Cameco	1 996	60,00%
Байкен-У	Energy Asia Limited	2 006	5% / 52,5%
Хорасан-У	Rosatom, Marubeni	2014 (2005)	33,98% / 50%
Акбастау	Uranium One	2 006	50,00%
Каратау	Uranium One	2 005	50,00%
Семизбай-У	CGN	2 006	51,00%
Заречное	Uranium One	2 001	49,98%
Катко	Orano	1 996	49,00%
SMCC	Uranium One	2014 (2004)	30,00%

Источник: Данные Компании

**Ассоциированные компании**

Страна	Основная деятельность	30 июня 2018 г. (неаудировано)		31 декабря 2017 г.	
		Доля участия/ Право В миллионах тенге	В	Доля участия/ Право В миллионах тенге	В
ТОО «СП «Инкай»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	-	-	40%	40,389
ТОО «СП «КАТКО»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	49,00%	42,183	49%	38,504
АО «СП «Заречное»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	49,98%	1,852	49,98%	1,947
ТОО «СП «Хорасан-У»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	33,98%	5,332	33,98%	5,259
АО «Каустик»	Казахстан Поставки каустической соды	40,00%	3,631	40%	3,775
ТОО «Кызылкум»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	30,00%	3,992	30%	3,621
ТОО «СП «Бетпак Дала»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	30,00%	1,943	30%	1,949
ТОО «СП «Южная химическая компания»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	30,00%	1,714	30%	5,029
ТОО СП «СКЗ Казатомпром»	Казахстан Производство серной кислоты	9,89%	718	9,89%	720
ТОО «СП РосБурмаш»	Казахстан Геологическая разведка и изыскания	49,00%	866	49%	553
<b>Итого инвестиции в ассоциированные предприятия</b>			<b>82,231</b>		<b>101,746</b>

Источник: аудиторский отчет за 2 кв. 2018 г.

**Совместные предприятия**

Страна	Основная деятельность	30 июня 2018 г. (неаудировано)		31 декабря 2017 г.	
		Доля участия	В миллионах тенге	Доля участия	В миллионах тенге
АО «ЦОУ»	Россия Производство урановой продукции с высокой степенью передела	50,00%	13,422	50,00%	16,787
ТОО «Семизбай-У»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	51,00%	9,891	51,00%	10,037
АО СП «Амбастау»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	-	-	50,00%	17,887
ТОО «Каратау»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	-	-	50,00%	14,637
ТОО «СП «Буденновское»	Казахстан Добыча, переработка и экспорт урановой продукции	51,00%	5,508	51%	5,719
ТОО «Ульба ТВС»	Казахстан Строительство завода по производству тепловыделяющих элементов и продажа тепловыделяющих элементов	51,00%	6,387	51,00%	5,287
ТОО «Уранэнерго»	Казахстан Передача и распределение электрической энергии, эксплуатация электрических сетей и подстанций	75,44%	3,824	58,90%	2,818
ТОО «СКЗ-У»	Казахстан Производство серной кислоты	49,00%	2,187	49,00%	1,625
ЗАО «СП УКР ТВС»	Украина Производство ядерного топлива	33,33%	21	33,33%	21
<b>Итого инвестиции в совместные предприятия</b>			<b>41,240</b>		<b>74,818</b>

Источник: аудиторский отчет за 2 кв. 2018 г.

U235 до 5%.

Также, в целях создания конверсионного производства, АО «НАК «Казатомпром» работает над передачей инновационных технологий в Казахстан.

Не менее важным активом Компании является Ульбинский металлургический завод (УМЗ), который находится в г. Усть-Каменогорск (100% доля). На протяжении почти 40 лет АО «Ульбинский металлургический завод» предоставляет услуги по реконверсии и производству топливных таблеток из диоксида урана для легководных реакторов. Кроме того, завод является единственным в СНГ и крупнейшим предприятием в мире, имеющий полный производственный цикл от переработки тантал-ниобий содержащего сырья до готовой продукции. Доля тантал-ниобиевого производства на мировом рынке тантала составляет около 12%. Основой продуктовой корзины остаются металл для напыляющих мишеней, танталовые слитки и чипсы. Также бериллиевое производство развернуто на Ульбинском металлургическом заводе. Это одно из трех предприятий в мире, имеющее полный производственный цикл от переработки рудного концентрата до выпуска готовой продукции с заданными параметрами качества, крупнейший мировой поставщик серийной первичной бериллиевой продукции бериллия и лигатур на его основе.

**СП и ассоциированные компании:**

Компания осуществляет свою деятельность в партнерстве с иностранными компаниями в виде СП и ассоциированных компаний. Компания состоит в партнерстве с такими компаниями, как Cameco (Канада), Orano (Франция), Sumitomo (Япония), Rosatom, Uranium One (Россия), CGN (Китай).

**Непрофильные активы**

В рамках государственной программы приватизации Компанией принят внучужденный план реструктуризации активов, который предусматривает отчуждение некоторых дополнительных активов. Так, на конец первого полугодия 2018 г. количество непрофильных активов сократилось до 48 ед. с 82 ед в 2015 г. До конца текущего года Компания планирует реализовать свою долю в в ТОО «Кызылту» и АО «Каустик», а также 75% доли в ТОО «Astana Solar», ТОО «Kazakhstan Solar Silicon» и ТОО «МК KazSilicon».

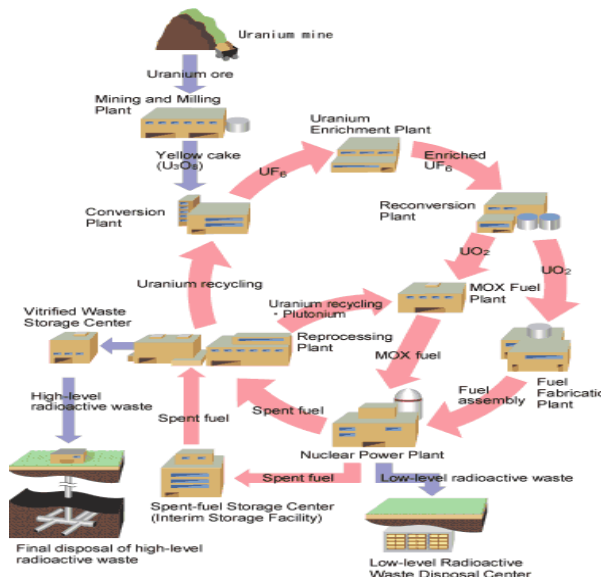
При этом, Компания недавно приобрела дополнительные 20% в ТОО «СП «Инкай», тем самым, получив в собственность 60% акций и взяв управление над данным предприятием. К концу текущего года Компания намеревается увеличить свою эффективную долю участия в ТОО «Байкен-У», совместном предприятии с Energy Asia Limited Consortium, с 5,0% до 52,5%, а в ТОО «Кызылкум» и ТОО «СП «Хорасан-У», совместных предприятиях с Marubeni Corporation и Росатомом, с 30% до 50% и, примерно, с 34% до 50%, соответственно.

3 июля 2018 года, Группой был заключен договор купли-продажи, в рамках которого Группа обязуется передать всю свою долю в ТОО «МАЭК-Казатомпром» («МАЭК») в пользу АО ФНБ «Самрук-Казына».

**Уранодобывающий сектор**

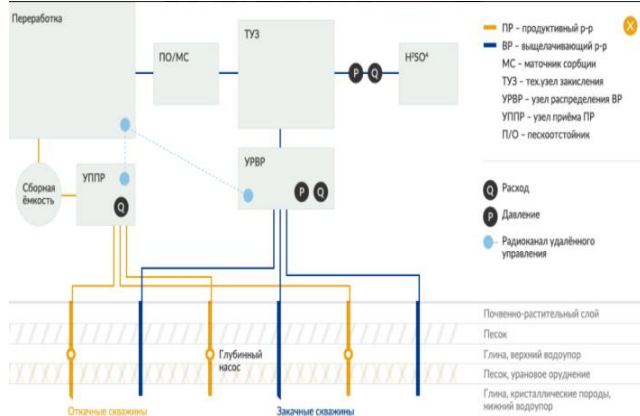
Основной вид коммерческого использования урана – в качестве топлива для атомных электростанций, которые в настоящее время производят около 11% от мирового объема электроэнергии. Ожидается, что ввиду прогнозируемого резкого роста глобального спроса на электроэнергию в ближайшие 25 лет, значение ядерной энергетики в качестве базового источника электроэнергии будет только увеличиваться. В отличие от других видов топлива, используемых для производства электроэнергии для удовлетворения основной нагрузки, таких как уголь, нефть и природный газ, ядерная энергия не выделяет парниковых газов или других вредных выбросов в атмосферу. Уран также является чрезвычайно эффективным топливом: 1 кг урана производит около 50 000 кВтч (киловатт-часов) неизлучающей электроэнергии, тогда как 1 кг энергетического угля позволяет выработать только 3 кВтч электроэнергии,

**Цикл ЯТЦ**



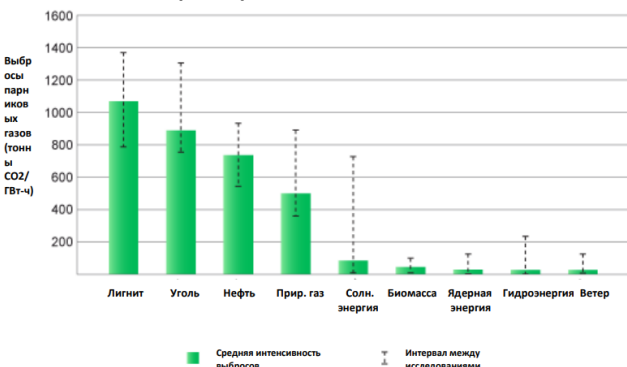
Источник: Проспект выпуска

**Способ подземного скважинного выщелачивания**



Источник: Данные Компании

**Выбросы парниковых газов в течение жизненного цикла по источникам электроэнергии**



Источник: Проспект выпуска акций Компании

учитывая еще и сопутствующие выбросы.

Помимо первоочередного способа использования в качестве топлива для выработки электроэнергии на атомных электростанциях, уран также может быть использован в других целях, помимо военного применения. Радиоизотопы, производимые в ядерных реакторах, используются во многих медицинских процедурах, таких как лучевая терапия (лечение рака), сканирование мозга и сердца, а также обследование щитовидной железы. Радиоизотопы также используются в сельском хозяйстве для увеличения урожайности сельскохозяйственных культур и борьбы с вредителями. Гидроокись уранила используется в качестве красителя для стекла и керамической глазури. Оксиды урана обладают электрическими и электронными свойствами, превосходящими свойства традиционных полупроводниковых материалов, таких как кремний, германий и галлий, и поэтому могут быть пригодны для использования в качестве нового класса высокоэффективных полупроводников.

Существуют два основных природных изотопа урана: U238 и U235, при этом U238 составляет примерно 99,3% от общего объема, а на U235 приходится 0,7%.

Основные этапы начала ядерного топливного цикла:

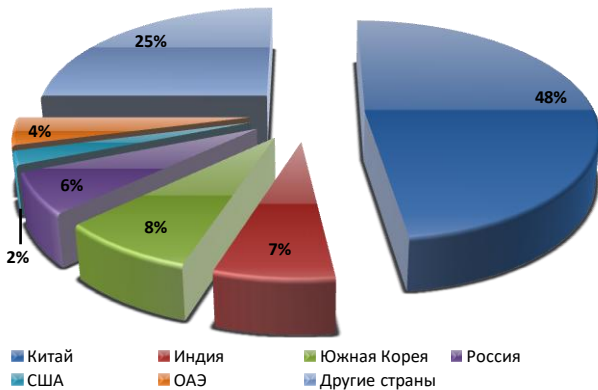
- разведка урана;
- добыча (и переработка) урановой руды для производства уранового концентрата, известного как U3O8. Добыча осуществляется различными методами - открытая, подземная добыча и подземное выщелачивание (ПВ).
- конверсия - очистка и конверсия U3O8 в природный порошок UO2, пригодный для изготовления топливных таблеток для тяжеловодного реактора, или гексафторид урана (UF6), пригодного для обогащения в целях увеличения доли делящегося изотопа U235.
- обогащение, которое позволяет увеличить долю U235 до 3-5%. Обогащенный UF6 затем перерабатывают в порошок UO2, подходящий для получения таблеток оксидного топлива для реакторов различных типов.
- изготовление топливных таблеток UO2 (обогащенные для ЛВР и природный UO2 для тяжеловодных реакторов).
- производство стержневых тепловыделяющих элементов, состоящих из комплектов топливных таблеток UO2, заключенных в оболочку, которые затем группируются в кластеры, называемые топливными сборками.

**Спрос на уран**

Спрос на уран напрямую связан с состоянием мировой ядерной энергетики. До аварии на атомной электростанции Фукусима-Дайити в 2011 году спрос на уран неуклонно возрастал, так как ожидался рост мирового рынка ядерной энергии в будущем. Однако в результате аварии несколько стран решили сократить свою зависимость от ядерной энергетики. Принятые непосредственно после аварии на Фукусиме политические директивы привели к закрытию многих реакторов в Японии и Германии, а несколько других стран также решили проводить политику отказа от ядерной энергетики или ее поэтапного сокращения. Тем не менее, многие другие страны (такие как США, Франция, Великобритания, Китай, Россия, Южная Корея и т.д.) продолжили развивать свои ядерные энергетические программы. С 2011 года правительство Китая подтвердило свою твердую приверженность ядерной энергетике, поставив официальную цель достичь 58 гигаватт электроэнергии (ГВтэ) действующих мощностей и 30 ГВт строящихся в 2020 году.

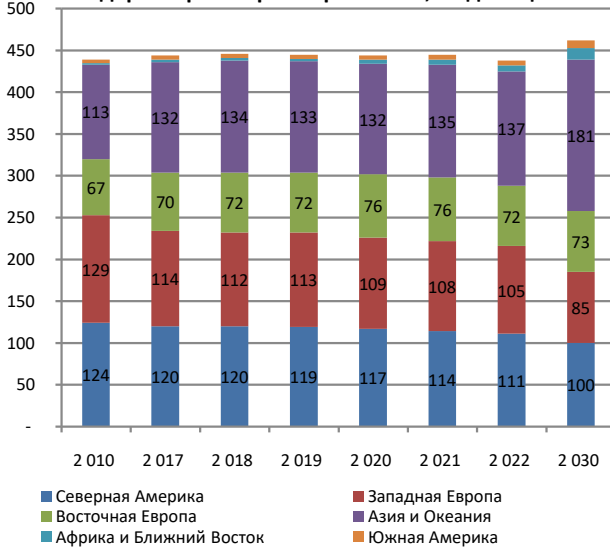
Некоторые эксперты ожидают, что спрос на электроэнергию будет расти быстрее, чем на любую другую форму энергии, поскольку в мире наблюдается усиление электрификации из-за расширения использования энергоемких информационных технологий, электромобилей и усиления урбанизации населения. Например, Международное энергетическое агентство (МЭА) при ОЭСР прогнозирует увеличение спроса на

### Строящиеся ядерные энергетические мощности в мире по странам и регионам



Источник: Проспект выпуска акций Компании

### Ядерные реакторы по регионам, в единицах



Источник: Проспект выпуска акций Компании

### Мировые ядерные мощности по регионам (в чистых ГВтэ)

	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 030
Северная Америка	115,1	115,1	114,5	113,0	110,5	100,4
Западная Европа	111,0	109,3	110,9	108,1	107,2	91,2
Восточная Европа	51,5	53,7	54,3	55,9	56,1	57,1
Азия и Океания	104,4	107,5	110,3	107,4	110,1	161,6
Африка и Ближний Восток	2,7	2,7	2,7	5,4	6,7	15,7
Южная Америка	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	6,4
<b>Итого по миру</b>	<b>388,2</b>	<b>391,8</b>	<b>396,2</b>	<b>393,3</b>	<b>394,2</b>	<b>432,4</b>

Источник: Проспект выпуска акций Компании

электроэнергию на 60% до 2040 года, причем более 85% мирового роста приходится на развивающиеся страны. Более того, Администрация по энергетической информации США (EIA) прогнозирует, что доля электроэнергии, используемой при транспортировке, удвоится в период с 2015 по 2040 гг. по мере увеличения числа электромобилей с аккумуляторной батареей и расширения использования электроэнергии для железных дорог.

Согласно данным WNA в настоящее время в мире насчитывается около 450 ядерных реакторов в 30 странах с общей мощностью около 400 ГВт. Около 50 ядерных реакторов находятся на стадии строительства в 15 странах, в таких как Китай, Индия, Россия и ОАЭ. По данным WNA около 150 ядерных реакторов общей валовой мощностью 160 000 МВт в настоящее время заказаны или планируются к заказу, и еще около 300 единиц предложены. Отметим, что основная доля реакторов приходится на азиатские регионы с быстрорастущей экономикой и спросом на электроэнергию. Средний возраст нынешнего парка действующих реакторов составляет примерно 29 лет. Ожидается, что многие из этих станций останутся в эксплуатации в течение следующих 15-20 лет или намного дольше.

На данный момент крупнейшими рынками ядерной энергии являются США, Франция, Япония, Китай, Россия и Южная Корея. В совокупности эти шесть стран составляют примерно 73% от общей мировой установленной мощности ядерной энергии. В будущем наибольший рост ядерной энергетики будет наблюдаться в Китае, на долю которого приходится около 50% всех новых мощностей, которые будут построены в период между 2018 и 2030 годами, согласно оценкам UxC. Другими важными странами для строительства новых реакторов являются Россия, Индия, Южная Корея и Объединенные Арабские Эмираты. Однако за тот же период ожидается, что эти выгоды будут частично уменьшены из-за вывода из эксплуатации старых реакторов в нескольких ключевых странах, таких как Германия, Япония и США.

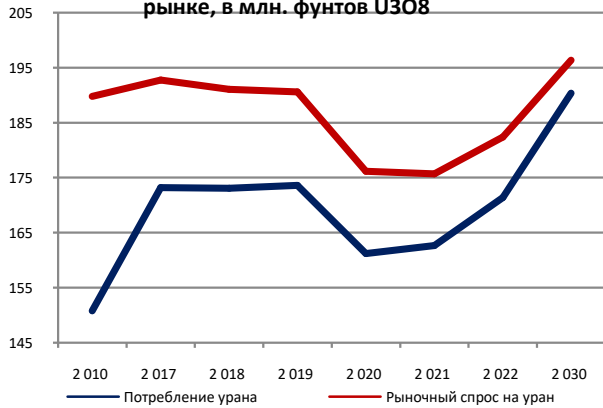
### Анализ предложения

Согласно данным WNA в настоящее время Австралия занимает первое место по объемам запасов урана с долей 29%. За ней следует Казахстан с долей 13% от мирового запаса урана и на третьем месте находится Канада, на которую приходится 9% запасов урана. Общий объем запасов урана в мире оценивается в 5 718 400 тонн урана.

По итогам 2017 г. около 53% мирового производства урана было обеспечено 10 крупнейшими рудниками урана. Самыми крупными урановыми рудниками являются Cigar Lake и McArthur River, которые находятся в Канаде и принадлежат компании Cameco (50% и 69,8% соответственно). Среди крупнейших рудников находятся казахстанские рудники Торткудук и Мойынкунм, Буденовское 2, Буденовское 1,3,4, Инкай и Южный Инкай, на которых ведут свою деятельность Казатомпром совместно с иностранными компаниями. Отметим, что на канадских урановых рудниках преобладает подземный метод добычи, тогда как на всех казахстанских рудниках уран добывается методом подземного скважинного выщелачивания.

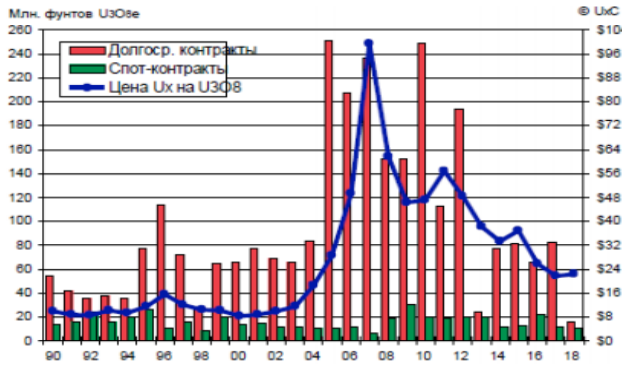
Mine	Country	Main owner	Type	Production (tonnes U)	% of world
Cigar Lake	Canada	Cameco (50%)	underground	6 924	12%
McArthur River	Canada	Cameco (69.8%)	underground	6 193	10%
Tortkuduk & Myunkum	Kazakhstan	Katco JV/Areva	ISL	3 519	6%
Olympic Dam			by-product/		4%
	Australia	BHP Billiton Karatau	underground	2 381	-
Budenovskoye 2	Kazakhstan	JV/Kazatomprom-Uranium One	ISL	2 352	4%
Inkai SOMAIR	Kazakhstan	Inkai JV/Cameco	ISL	2 116	4%
South Inkai	Niger	Areva (63.6%) Betpak Dala	open pit ISL	2 116 1 982	4% 3%

**Мировое потребление урана и спрос на рынке, в млн. фунтов U3O8**



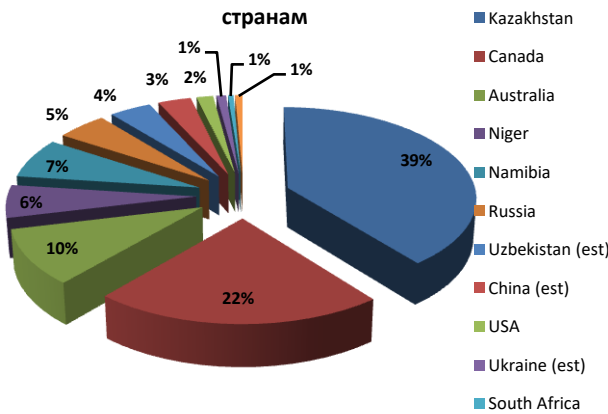
Источник: Проспект выпуска акций Компании

**Объемы долгосрочных и спотовых контрактов по сравнению со спот-ценой на U3O8 Ux, 1990-2018 гг.**



Источник: Проспект выпуска акций Компании

**Доля мирового производства в 2017 г. по странам**



Источник: Проспект выпуска акций Компании

Ranger	Kazakhstan Australia	JV/Uranium One Rio Tinto (68%) Akbastau	open pit	1 945	3%
Budenovskoye 1, 3&4	Kazakhstan	JV/Kazatomprom- Uranium One	ISL	1 931	3%
<b>Top 10 total</b>				<b>31 458</b>	<b>53,00%</b>

Источник: World Nuclear Association

По данным WNA в 2017 г. в мире было произведено около 59 532 тонн урана, и около 40% приходится на Казахстан, лидера по производству урана. На втором месте находится Канада, на которую приходится 22% мирового производства урана и на третьем месте Австралия с долей 10% от мирового производства урана. Отметим, что около 70% мирового производства урана приходится на эти три страны. В разрезе отдельных компаний, то 66% производства урана приходится на пять крупнейших компаний. Компания Казатомпром является крупнейшим производителем урана в мире, и по итогам 2017 г. на ее долю приходится около 20% мировой добычи. Остальные четыре крупнейшие производители урана – Cameco (Канада), Orano (Франция), Uranium One (Россия) и CGN/CNNC (Китай). Все они также осуществляют свою деятельность в партнерстве с Казатомпромом.

С 2000 по 2016 гг. мировые поставки урана увеличились на 64% с 129 миллионов фунтов эквивалента U3O8 (U3O8e) в год до 212 миллионов фунтов U3O8e в год. За этот период на Казахстан приходилось 72% роста поставок, так как добыча урана в Казахстане увеличилась с менее чем 5 миллионов фунтов U3O8 в 2000 году до 64 миллионов фунтов U3O8 в 2016 году.

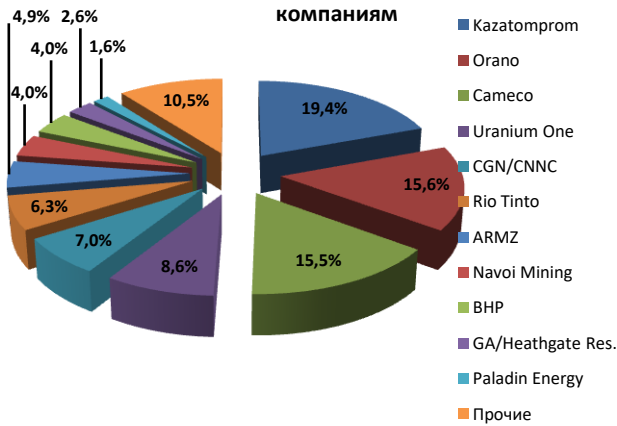
Многочисленные сокращения производства способствовали снижению объемов мировых поставок урана до 204 миллионов фунтов U3O8e в 2017 году. В апреле 2016 года Cameco приостановила производство на своем руднике Рэббит Лейк в Канаде, который производил около 4 миллионов фунтов U3O8 в год. Кроме того, в апреле 2016 года Cameco приняла решение сократить производство ПВ в США - Smith Ranch- Highland и Crow Butte - путем отсрочки разработки новых скважин и постепенного удаления до 3 миллионов фунтов U3O8 в год с рынка. В 2016 году Orano (ранее AREVA) сократила производство SOMAIR в Нигере на 0,9 миллиона фунтов U3O8, а в 2017 году объявила о планах дальнейшего сокращения производства еще на 1,1 миллиона фунтов U3O8 в 2018 году. В январе 2017 года Компания сократила запланированное на 2017 год производство на 10%, после чего в декабре 2017 года было также объявлено об отсрочке запланированного на 2018 год производства в размере 10,4 млн. фунтов U3O8 и запланированной добычи на 2019 и 2020 годы в размере 9,1 млн. фунтов U3O8 в год. В конце мая 2018 года Министр энергетики Казахстана указал, что в 2018 году казахстанское производство будет сокращено до 56,2 миллиона фунтов U3O8, что на 4,7 миллиона фунтов U3O8 ниже уровня 2017 года. В ноябре 2017 года Cameco также объявила о том, что, начиная с января 2018 года, приостановит добычу на своем руднике Макартур Ривер в Канаде, показатели которого составляли 16-20 млн. фунтов U3O8 ежегодно. Кроме того, в конце июля 2018 года Cameco заявила, что приостановка Макартур Ривер будет продлена на неопределенный срок. В мае 2018 года шахта Лангер Генрих Paladin Energy в Намибии была переведена в режим поддержания трудоспособности, в результате чего с рынка было выведено 3,4 миллиона фунтов U3O8. В июле 2017 года, Paladin Energy подала заявку на управление и распоряжение имуществом (процесс банкротства), будучи неспособной рассчитаться с долгами по причине слабых рыночных условий. В совокупности последние сокращения производства и отсрочки проектов по прогнозам приведут к сокращению в 2018 году мировых поставок урана до 184 миллионов фунтов U3O8e, что приведет к ребалансировке спроса и предложения.

**Цены на уран**

Согласно данным Bloomberg с начала текущего года мировая цена на уран выросла на около 16%, составив на конец октября 28,2 долл. США/фунт

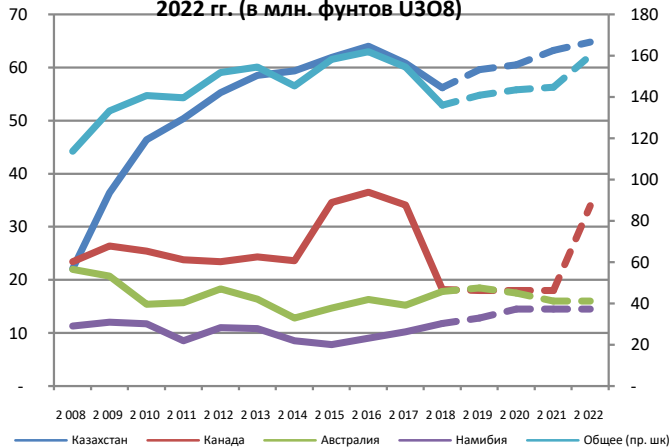


**Доля мирового производства в 2017 г. по компаниям**



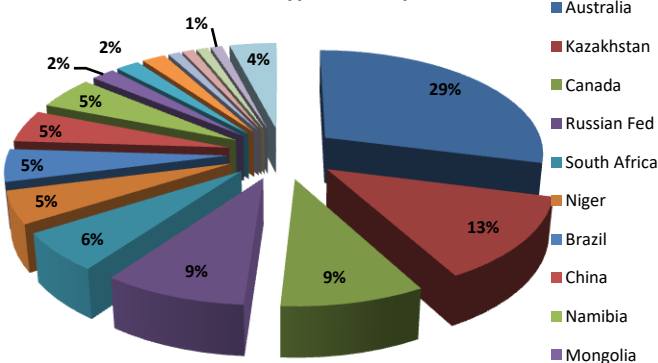
Источник: Проспект выпуска акций Компании

**Мировое первичное производство урана, 2008-2022 гг. (в млн. фунтов U3O8)**



Источник: Проспект выпуска акций Компании

**Запасы урана по странам, %**



Источник: World Nuclear Association

вследствие сокращения объема производства крупнейшими производителями урана. Так, Казатомпром в начале 2017 г. снизила добычу на 2 000 тонн или 8%, и в конце 2017 г. планируемый объем добычи Компании был снижен на 20% в течение 2018-2020 гг. или на 11 000 тонн урана.

Отметим, что за последние 10 лет наблюдается понижательная динамика мировых цен на уран вследствие финансового кризиса и закрытия атомных электростанции в ряде стран после аварии в Японии. Пик мировых цен приходится на 2007 г, когда мировая цена составляла около 130 долл. США/фунт.

Согласно данным Bloomberg в ближайшие три года ожидается увеличение мировой цены на уран до 30 долл. США/фунт, вероятно, вследствие сокращения производства и роста спроса на урановую продукцию со стороны азиатских стран (Китай, Индия).

**Производственные данные**

Согласно данным Компании на конец 2017 г. Компания произвела 12 093 тонн урана, что ниже на 7,8% показателя предыдущего года и составляет 51% от объема добычи по стране. Основная доля добычи приходится на месторождения Центральный Мынкудык, Жалпак, Уванас, Восточный Мынкудык, Канжуган и Восточный и Южный Мойынкум, которые находятся в собственности Компании. Объем реализации урана в 2017 г. составил 10,1 тыс. тонн, увеличившись на 4,1%, что составляет около 83,5% от объема добычи урана.

Согласно данным Проспекта выпуска акций Компания зависит от относительно небольшого числа клиентов, которые покупают подавляющую часть добытого урана по долгосрочным контрактам. По состоянию на 30 июня 2018 года, Группа, в общей сложности, имела 11 клиентов по долгосрочным контрактам (срок действия которых составляет 3 года или более), а общий объем отгрузок урана по таким контрактам за год, завершившийся 31 декабря 2017 года, составил, около, 52% от годовых объемов добычи урана Группы за тот же год. На 5 крупнейших клиентов Группы пришлось, примерно, 84%, в совокупности, и не менее 6%, по отдельности, от общего объема продаж Группы за год, завершившийся 31 декабря 2017 года.

Основными клиентами Группы являются операторы атомной энергетики, а основными экспортными рынками для продукции Группы являются Китай, Юго-Восточная Азия, Северная Америка, и Европа.

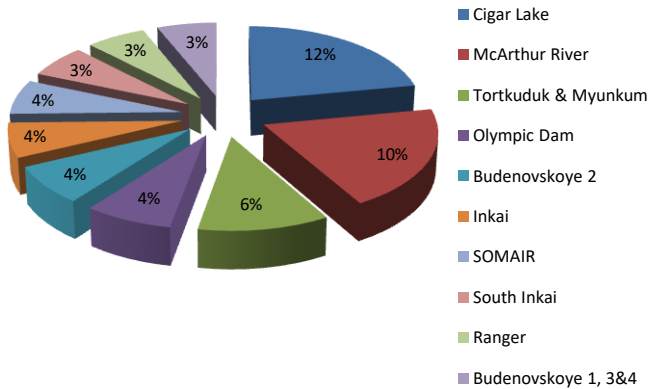
Группа занимается сбытом природного U3O8, причем, продажи этой продукции составили 60,8% и 77,2% от выручки Группы за год, завершившийся 31 декабря 2017 года, и первое полугодие, завершившееся 30 июня 2018 года, соответственно; также, Группа реализует низкообогащенную продукцию, например, порошки UO2 и топливные таблетки, а это – 1,0% и 0,7% от выручки Группы за год, завершившийся 31 декабря 2017 года, и первое полугодие, завершившееся 30 июня 2018 года, соответственно. В течение первого полугодия, закончившегося 30 июня 2018 года, 100% от всего объема продаж урановой продукции пришлось на легитимных контрагентов в соответствии с положениями МАГАТЭ и Евратом.

**Финансовые результаты за первое полугодие 2018 г. и 2017 г.**

По итогам 2017 г. выручка Компании снизилась на 14,7% по сравнению с прошлым годом, составив 336 517 млн. тенге. Снижение выручки обусловлено уменьшением средней цены реализации урана на 21,8% (с 30,52\$/фунт в 2016 г. до 23,85 \$/фунт закиси-оксида урана U3O8), а также укреплением тенге по отношению к доллару США на 4,6% за год (с 341,76 тенге до 326,08 тенге). Прибыль Компании за год увеличилась на 24,7%, до 139 154 млн. тенге.

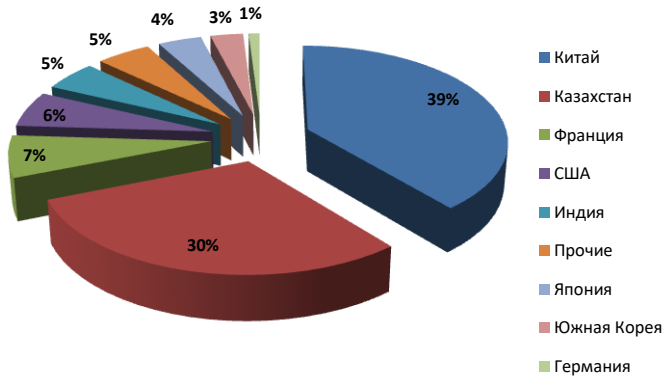
Общая выручка Компании за первое полугодие 2018 года сократилась на 5,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составив 145 029 млн. тенге. Это снижение отражает, главным образом, влияние на продажи урановой продукции, что представляет собой 77,8% от выручки и в основном, было обусловлено 7,2% снижением продаж закиси-оксида

**Крупнейшие урановые рудники, 2017 г.**



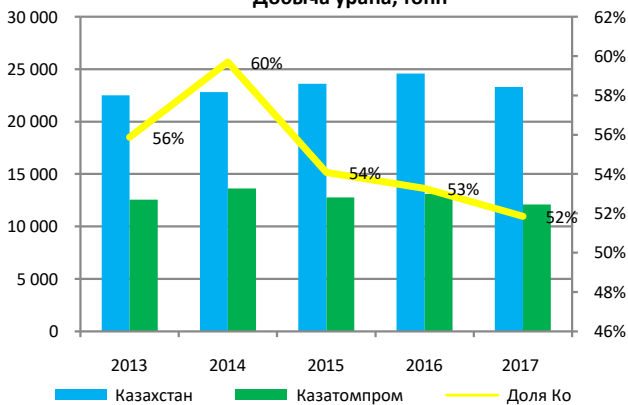
Источник: World Nuclear Association

**Выручка в разрезе стран, 2017 г.**



Источник: Данные Компании

**Добыча урана, тонн**



Источник: Данные Компании

урана U3O8 Группы и 1,9% снижением средней цены реализации закиси-оксида урана U3O8 с 24,09 долл. за фунт до 23,64 долл. за фунт. Однако это снижение было частично компенсировано снижением курса тенге на 2,4% по отношению к доллару США. Прибыль Компании за этот период выросла на 281,3% до 115 020 млн. тенге за счет получения прибыли от приобретения бизнеса. Отметим, что в декабре 2017 г. Компания и Самесо завершили сделку по реструктуризации ТОО СП «Инкай». По условиям соглашения Компания увеличила свою долю участия в ТОО СП «Инкай» с 40% до 60% с 1 января 2018 г.

**Долговые обязательства**

В сентябре 2018 года Компания заключила кредитное соглашение с Mizuho Bank, Ltd на сумму 100 млн. долларов США для финансирования своего оборотного капитала и для общих корпоративных целей. Компания намерена использовать все или практически все средства, имеющиеся в рамках кредитного соглашения с Mizuho Bank, Ltd на сумму 100 миллионов долл. США с 5 по 9 ноября 2018 года. В октябре 2018 года Компания привлекла 70 тыс. тенге путем размещения облигаций (которые номинированы в тенге и привязаны к официальному курсу доллара США к тенге, объявленному НБК) на территории Казахстана. Кроме того, в октябре 2018 года Компания объявила дополнительные дивиденды в размере 26 649 млн. тенге.

**Дивидендная политика**

В соответствии с дивидендной политикой, принятой в Компании в октябре 2018 года и вступающая в силу с 1 января 2019 года, размер дивидендов определяется в процентах от свободного денежного потока Группы в зависимости от соотношения чистого долга группы и скорректированного показателя EBITDA. Компания определяет свободный денежный поток как движение денежных средств от операционной деятельности за вычетом приобретения имущества и производственного оборудования (включая авансовые платежи за основные производственные средства и оборудование) за вычетом приобретения нематериальных активов, за вычетом приобретения горнодобывающих активов, за вычетом приобретения активов для разведки и оценки, плюс объявленные дивиденды от ассоциированных компаний и совместных предприятий (т. е. дивиденды должны быть распределенными) по результатам за отчетный период. Процент свободного денежного потока, применяемый к дивидендам компании, зависит от отношения чистого долга Группы к скорректированному показателю EBITDA по состоянию на 31 декабря года, непосредственно предшествующего году, в котором принимается решение о выплате дивидендов. Если отношение чистого долга к скорректированному показателю EBITDA:

- меньше или равно 1, тогда сумма объявленных дивидендов должна составлять не менее 75% от свободного денежного потока;
- более 1, но менее 1,5, тогда сумма объявленных дивидендов должна составлять не менее 50% от свободного денежного потока;
- и 1.5 и более, тогда сумма объявленных дивидендов должна составлять такой процент от свободного денежного потока, который определяется на Общем собрании акционеров Общества.

Компания ожидает, что в соответствии с действующим законодательством и коммерческими соображениями дивидендные выплаты в размере не менее 200 млн. тенге, на момент утверждения, по каждому из 2018 и 2019 финансовых годов будут утверждены в 2019 и 2020 годах. Такие планы Компания намерена учесть в своих бюджетах на 2019 и 2020 годы.

#### Оценка справедливой стоимости акции

- Оценка справедливой стоимости акций была рассчитана тремя методами: 1. Метод дисконтированных денежных потоков; 2. Метод дисконтированных дивидендов и 3. Сравнительный метод (рыночный метод).
- В рамках метода дисконтированных денежных потоков были проанализированы результаты финансовой и операционной деятельности Компании за последние десять лет. На основании анализа, стратегии руководства Группы и рыночной конъюнктуры были спрогнозированы будущие денежные потоки Компании. Все расчеты денежных потоков были произведены методом усреднения и на основании статистических данных
- Размер дивидендных выплат при моделировании был учтен на уровне не менее 75%, так как не ожидается значительного увеличения долговой нагрузки Компании.
- Модель расчета стоимости компании построена на прогнозировании данных на пятилетний период до 2023 г. и последующим расчетом терминальной стоимости.

#### Метод дисконтированных денежных потоков (DCF)

При прогнозировании модели были сделаны следующие предположения:

- Объем добычи и реализации урановой продукции был спрогнозирован с учетом намерения Компании снизить добычу до 2020 г. и объем реализации с 18 тыс. тонн до 16 тыс. тонн. После 2020 г. предусмотрено увеличение объема производства и реализации урановой продукции. Объем продаж других видов продукции был спрогнозирован методом усреднения на основе исторических данных.
- Прогнозные цены на уран были учтены по данным терминала Bloomberg, и предполагается увеличение спотовых цен.
- При прогнозировании модели займы Компании рассчитывались с учетом ежегодных процентных выплат и привлечения новых займов для финансирования капитальных затрат без учета выплат основного долга.
- При расчете корпоративного подоходного налога была взята средняя эффективная налоговая ставка в размере 20%.
- В качестве безрисковой ставки использовалась доходность 30-ти летних казначейских облигаций США.
- Рыночная премия за риск была определена на уровне 6,1%.
- При расчете WACC было использовано среднее значение беты компаний энергетической отрасли.
- В итоге, справедливая стоимость акций по методу дисконтированных денежных потоков составила **5 334 тенге/акцию или 14,4 долл. США/ГДР** (при курсе USD/KZT 370 тенге).

#### **Модель дисконтирования денежных потоков, млрд. тенге**

Наименование	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ЕВИТ	94	135	185	172	200	230
Амортизация	-13	-13	-14	-14	-13	-13
ЕВИТДА	107	148	198	186	213	243
Расходы по подоходному налогу	-16	-23	-27	-27	-32	-37
CAPEX	-48	-71	-47	-47	-47	-47
Изменение в рабочем капитале	2	-71	-71	-33	-61	-72
<b>Денежные потоки в компанию (FCFF)</b>	<b>44</b>	<b>-18</b>	<b>53</b>	<b>78</b>	<b>73</b>	<b>88</b>
Период дисконтирования	0,17	1,17	2,17	3,17	4,17	5,17
Коэффициент дисконтирования	0,99	0,91	0,83	0,77	0,71	0,65
<b>Дисконтированные денежные потоки</b>	<b>44</b>	<b>-18</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>52</b>	<b>57</b>

Источник: Расчеты CS

Денежный поток на конец 2023 г.	88	млрд. Т.
Долговременный темп роста ден. потоков %	3,00%	%
Терминальная стоимость (ТС)	1 570	млрд. Т.
Дисконтированная ТС	1 018	млрд. Т.
Стоимость компании (EV)	1 256,294	млрд. Т.
Чистый долг (2017)	-127,124	млрд. Т.

Доля меньшинства		млрд. Т.
Имплицированная стоимость компании	1 383,418	млрд. Т.
Количество простых акций	259 356 608	шт.
<b>Имплицированная стоимость акции</b>	<b>5 334</b>	<b>тенге</b>
<b>Имплицированная стоимость акций</b>	<b>14,4</b>	<b>долл. США</b>

<b>WACC</b>	<b>8,74%</b>
<b>Структура капитала</b>	
Займы / Капитал (2017)	22,50%
Займы / Общий капитал (2017)	22,50%
Капитал / Общий капитал (2017)	77,50%
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>10,20%</b>
Безрисковая ставка, % (1)	3,40%
Риск рынка акций, % (2)	9,50%
Рыночная премия за риск	6,10%
KAZAKS25	4,10%
UST30	3,40%
Премия за страновой риск	0,70%
Коэффициент бета	1,00
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>3,71%</b>
Стоимость долга	4,63%
КПН	20,00%

		Долгосрочный темп роста, %				
		2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC, %	7,74%	1 303	1 410	1 539	1 698	1 900
	8,24%	1 192	1 279	1 384	1 511	1 667
	8,74%	1 097	1 170	1 256	1 359	1 483
	9,24%	1 015	1 077	1 149	1 234	1 334
	9,74%	944	997	1 058	1 129	1 211
	10,24%	882	928	980	1 039	1 108

Источник: Расчеты CS

#### Метод дисконтированных дивидендов

- При оценке стоимости акций использовались показатели свободных денежных средств (FCF), EBITDA скорректированной и чистого долга.
- Все показатели были рассчитаны на основе данных Компании, указанных в Проспекте выпуска облигаций.
- Коэффициент дивиденда был установлен на уровне 75% согласно принятой дивидендной политике Компании, так как не ожидается увеличение показателя Чистый долг/EBITDA выше единицы.
- В итоге, справедливая стоимость акций по методу дисконтированных дивидендов при коэффициенте 30% составила **8 333 тенге/акцию или 23 долл. США/ГДР**.

Наименование	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
FCF	29 514	60 102	89 020	145 413	134 400	157 065	182 181
EBITDA adjusted	135 805	100 573	148 544	194 496	178 482	209 206	239 907
Net Debt	-127 124	-158 841	-182 631	-233 498	-275 890	-330 874	-391 568
Net Debt / EBITDA	-0,9	-1,6	-1,2	-1,2	-1,5	-1,6	-1,6
Коэффициент дивидендных выплат	59%	97%	75%	75%	75%	75%	75%
Итого Дивидендные выплаты	-65 830	-135 012	-45 076	-66 765	-109 059	-100 800	-117 799
Дивиденд на одну акцию	1 777	3 644	174	257	421	389	454
Период дисконтирования			1,17	2,17	3,17	4,17	5,17
Коэффициент дисконтирования			0,91	0,83	0,77	0,71	0,65
<b>Дисконтированный дивиденд / акцию</b>			<b>158</b>	<b>215</b>	<b>322</b>	<b>274</b>	<b>295</b>

Источник: Расчеты CS

<b>Дивиденд на конец 2023 г.</b>	<b>295</b>	<b>тенге</b>
Долгосрочный темп роста ден. потоков %	3,00%	%
Терминальная стоимость (ТС)	5 283	тенге
Дисконтированная ТС	3 426	тенге
<b>Имплицированная стоимость простой акции</b>	<b>8 333</b>	<b>тенге</b>
<b>Имплицированная стоимость простой акции</b>	<b>23</b>	<b>долл. США</b>

Источник: Расчеты CS

#### Сравнительный метод оценки

- При оценке стоимости акций сравнительным методом были отобраны международные Компании с высокой рыночной капитализацией.
- Оценка производилась по параметрам P/E (цена акции/чистая прибыль),



EV/EBITDA (стоимость Компании/операционная прибыль до вычета амортизации, процентных выплат и налогов) и EV/Sales (стоимость Компании/Продажи).

- Справедливая стоимость акций по сравнительному методу составила около **5 564 тенге/акцию или 15 долл. США/ГДР**.

Ticker	Name	EV/Sales	P/E	EV/EBITDA	Beta YTD
<b>Среднее</b>	<b>Среднее</b>	<b>3,08</b>	<b>12,52</b>	<b>9,05</b>	<b>1,00</b>
CCJ US Equity	CAMECO CORP	3,23	31,10	15,24	0,98
GTII CN Equity	GREEN THUMB INDUSTRIES INC	0,00	0,00	5,00	-0,29
ENPL LI Equity	EN+ GROUP PLC- GDR REG S	1,42	3,01	5,19	0,21
HZ IN Equity	HINDUSTAN ZINC LTD	4,94	12,11	8,70	0,88
SPCCPI1 PE Equity	SOUTH COPPER CORP PERU-INV1	0,00	0,00	1,00	1,00
SOLG LN Equity	SOLGOLD PLC	0,00	0,00	3,00	0,57
LGO CN Equity	LARGO RESOURCES LTD	3,43	15,87	5,37	1,03
GSM US Equity	FERROGLOBE PLC	0,89	9,55	6,23	1,22
CAML LN Equity	CENTRAL ASIA METALS PLC	4,41	9,14	7,62	1,38
IVN CN Equity	IVANHOE MINES LTD-CL A	0,00	0,00	6,36	2,41
NXE CN Equity	NEXGEN ENERGY LTD	0,00	0,00	2,50	1,61
HBM.TO	Hudbay Minerals Inc	2,21	7,95	2,69	0
URE.TO	Ur-Energy Inc	5,76	0,00	29,61	0
LUN.TO	Lundin Mining Corp	1,42	11,40	3,44	0

Источник: Bloomberg & Thomson Reuters

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ МЕТОДОМ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ		
млн.тенге	млн. Т	вес, %
Стоимость собственного капитала по P/E	1 742 081	33,33%
Стоимость собственного капитала по EV/EBITDA	1 550 816	33,33%
Стоимость собственного капитала по EV/Sales	1 036 283	33,33%
<b>Средневзвешенная стоимость</b>	<b>1 443 060</b>	<b>100,00%</b>
Количество простых акций, тыс.шт.	259 357	
Стоимость акций методом мультипликатора	5 564	33,33%
Стоимость акций по методу DCF	5 334	33,33%
Стоимость акций по методу DDM	8 333	33,33%
<b>Средневзвешенная стоимость простой акции, тенге</b>	<b>6 410</b>	
<b>Средневзвешенная стоимость простой акции, долл. США</b>	<b>17,3</b>	

Источник: Расчеты CS

**В итоге, средневзвешенная рыночная стоимость акции:**

Наша средневзвешенная цена на основе трех методов оценки и сценариев развития Компании составила **6 410 тенге/простую акцию или 17,3 долл. США/ГДР**. Потенциальный рост к верхней границе ценового диапазона составляет около 13%. Мы рекомендуем **Покупать** при долгосрочной стратегии инвестирования. Считаем, что ценные бумаги Компании могут иметь инвестиционную привлекательность с точки зрения дивидендной доходности, а также от прироста стоимости акций при увеличении спроса на урановую продукцию со стороны азиатских стран и сокращения производства крупнейшими производителями.

**Финансовая информация**

млн. тенге

Баланс	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Нематериальные активы	597	12 332	12 027	7 206	7 290	7 173	7 117	8 009
Основные средства	85 804	101 129	123 661	136 856	147 518	130 411	117 335	122 175
Затраты по подготовке к производству	23 182	35 085	36 962	33 719	32 623	38 578	41 682	43 530
Права на недропользование	1 767	8 326	8 275	2 710	2 625	2 067	2 291	2 004
Разведочные и оценочные активы	5 785	2 698	3 743	6 067	8 717	8 538	3 471	5 608
Инвестиции в ассоциированные компании	60 920	83 331	80 612	86 337	96 708	121 938	107 773	101 746
Инвестиции в совместные предприятия	12 657	18 631	20 147	47 481	37 529	43 519	66 862	74 818
Прочие инвестиции	66 046	67 056	67 056	67 055	67 052	67 041	67 041	1 726
Дебиторская задолженность	-	-	7	726	1 047	36	-	140
Отложенные налоговые активы	1 738	1 337	2 716	2 447	835	1 829	4 299	6 836
Срочные депозиты	10	403	3 756	970	1 971	3 182	15	-
Займы, выданные связанным сторонам	10 751	10 824	13 278	18 192	20 362	32 344	19 151	20 302
Прочие активы	13 983	28 955	43 874	37 389	33 326	19 627	19 517	24 125
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>283 241</b>	<b>370 108</b>	<b>416 116</b>	<b>447 155</b>	<b>457 603</b>	<b>476 283</b>	<b>456 554</b>	<b>411 019</b>
Дебиторская задолженность	56 066	62 379	80 630	32 917	56 049	107 512	67 921	58 085
Предоплата по подоходному налогу	1 878	4 745	4 810	4 856	10 490	2 427	7 391	5 493
НДС к возмещению	21 962	23 022,877	25 658	31 218	31 102	28 528	22 235	24 182
Запасы	55 760	54 768	60 380	60 370	70 790	99 692	120 095	169 675
Срочные депозиты	77 133	27 305	2 160	1 627	2 566	9 020	56 476	8 472
Займы, выданные связанным сторонам	512	20	20	1 342	1 224	1 224	13	-
Денежные средства и их эквиваленты	22 384	41 837	38 039	17 152	29 432	55 869	75 052	239 936
Прочие активы	6 173	7 291	5 748	6 942	6 495	12 557	10 831	18 396
Долгосрочные активы, предназначенные для продажи	-	-	773	168	246	164	3 463	2 774
Активы для распределения конечной контролирующей стороне	3 428	20 184	22 801	-	-	-	-	-
<b>Итого текущие активы</b>	<b>245 296</b>	<b>241 552</b>	<b>241 019</b>	<b>156 592</b>	<b>208 394</b>	<b>316 993</b>	<b>363 477</b>	<b>527 013</b>
<b>АКТИВЫ</b>	<b>528 537</b>	<b>611 660</b>	<b>657 134</b>	<b>603 747</b>	<b>665 997</b>	<b>793 276</b>	<b>820 031</b>	<b>938 032</b>
Акционерный капитал	36 692	36 692	36 692	36 692	36 692	36 692	36 785	37 051
Дополнительно оплаченный капитал	4 807	4 929	4 785	4 785	4 785	4 785	4 785	4 785
Резерв курсовых разниц при пересчете из других валют	-1 144	-1 088	-1 033	-405	1 558	18 819	18 061	-2 229
Нераспределенная прибыль	226 175	297 657	325 000	353 267	363 590	398 991	495 732	586 998
<b>Капитал акционеров компании</b>	<b>266 530</b>	<b>338 190</b>	<b>365 444</b>	<b>394 339</b>	<b>406 625</b>	<b>459 287</b>	<b>555 363</b>	<b>626 605</b>
Доля меньшинства	12 890	9 667	11 912	12 452	12 128	10 118	12 467	14 571
<b>КАПИТАЛ</b>	<b>279 420</b>	<b>347 857</b>	<b>377 356</b>	<b>406 791</b>	<b>418 753</b>	<b>469 405</b>	<b>567 830</b>	<b>641 176</b>
Кредиты и Займы	110 613	94 671	94 328	90 868	14 671	119 776	77 184	38 910
Обязательства по финансовой аренде	-	-	-	-	-	-	120	294
Кредиторская задолженность	587	687	2 815	2 361	315	585	581	582
Резервы	6 599	9 677	10 843	15 724	16 902	17 183	17 320	22 688
Отложенные налоговые обязательства	2 288	5 388	5 108	3 708	4 604	4 509	4 743	4 443
Вознаграждение работникам	-	-	-	882	1 460	2 045	1 346	1 247
Прочие обязательства	44 467	44 979	5 053	6 331	4 949	6 141	5 199	7 711
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>164 554</b>	<b>155 402</b>	<b>118 149</b>	<b>119 874</b>	<b>42 901</b>	<b>150 239</b>	<b>106 493</b>	<b>75 875</b>
Кредиты и Займы	11 514	21 746	14 024	29 803	122 401	52 845	50 581	82 374
Обязательства по финансовой аренде	-	-	-	-	-	-	44	125
Резервы	19 001	22 815	22 896	98	98	101	98	189
Кредиторская задолженность	32 101	46 235	50 134	31 764	63 244	101 622	74 654	112 642
Обязательства по прочим налогам и обязательным платежам	4 551	2 645	6 461	3 539	7 012	5 027	6 198	4 168
Вознаграждение работникам	-	-	-	233	131	213	244	173
Обязательства по подоходному налогу	-	-	164	1 045	117	1 036	134	5 618
Прочие обязательства	14 906	10 372	21 275	10 600	11 340	12 788	11 789	14 349
Прочие финансовые обязательства	2 491	4 589	46 676	-	-	-	-	-
<b>Итого текущие обязательства</b>	<b>84 563</b>	<b>108 401</b>	<b>161 630</b>	<b>77 082</b>	<b>204 343</b>	<b>173 632</b>	<b>143 742</b>	<b>219 638</b>
Обязательства выбывающих групп, классифицируемых как предназначенные для продажи	-	-	-	-	-	-	1 966	1 343
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>249 117</b>	<b>263 803</b>	<b>279 778</b>	<b>196 956</b>	<b>247 244</b>	<b>323 871</b>	<b>252 201</b>	<b>296 856</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>	<b>528 537</b>	<b>611 660</b>	<b>657 134</b>	<b>603 747</b>	<b>665 997</b>	<b>793 276</b>	<b>820 031</b>	<b>938 032</b>
Чистые активы	278 823	335 525	365 329	399 585	411 463	462 232	560 713	633 167
Балансовая стоимость акций (общее кол-во)	1 075	1 294	1 409	1 541	1 586	1 782	2 162	2 441
Net Debt	22 600	46 872	64 397	100 922	103 103	104 550	-3 778	-127 124

Источник: Данные Компании и расчеты CS

млн. тенге

P&L	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Выручка	230 939	321 951	321 746	288 283	322 745	397 766	394 315	336 517
Себестоимость реализации	-166 958	-235 359	-243 907	-229 905	-258 616	-294 404	-283 882	-263 864
<b>Валовая прибыль</b>	<b>63 980</b>	<b>86 592</b>	<b>77 839</b>	<b>58 378</b>	<b>64 129</b>	<b>103 362</b>	<b>110 433</b>	<b>72 653</b>
Расходы по реализации	-2 326	-3 108	-3 590	-3 960	-4 461	-4 116	-6 314	-4 858
Общие и административные расходы	-13 265	-17 081	-24 416	-29 302	-19 884	-25 655	-30 877	-32 274
Восстановление обесценения активов	-	-	73	882	112	86	184	543
Убытки от обесценения активов	-	-	-3 497	-20 851	-5 714	-30 716	-22 007	-27 958
Доход от выбытия дочернего предприятия	-	-	-	23 930	208	-	290	-
Чистый убыток по курсовой разнице	427	-411	-2 746	-1 954	-18 300	-53 446	3 614	-768
Прочие доходы	813	573	423	2 971	2 152	1 352	775	115 111
Прочие расходы	-8 497	-6 949	-4 954	-6 294	-3 476	-7 535	-6 160	-6 768
Финансовые доходы	5 307	5 466	3 821	4 603	5 554	21 986	15 825	5 888
Финансовые расходы	-9 927	-11 983	-13 046	-8 247	-9 844	-8 676	-11 017	-9 067
Доля в результатах ассоциированных компаний	27 373	30 222	19 445	13 528	12 338	38 823	38 058	22 007
Доля в результатах совместных предприятий	9 783	13 493	12 926	10 123	-3 125	14 080	36 739	22 107
<b>Прибыль до подоходного налога</b>	<b>73 668</b>	<b>96 815</b>	<b>62 276</b>	<b>43 807</b>	<b>19 689</b>	<b>49 545</b>	<b>129 543</b>	<b>156 616</b>
Расходы по подоходному налогу	-13 730	-17 125	-10 279	-7 275	-4 440	-13 044	-17 988	-17 462
Эффективная налоговая ставка	18,64%	17,69%	16,51%	16,61%	22,55%	26,33%	13,89%	11,15%
<b>Чистая прибыль за год</b>	<b>59 939</b>	<b>79 689</b>	<b>51 997</b>	<b>36 532</b>	<b>15 249</b>	<b>36 501</b>	<b>111 555</b>	<b>139 154</b>
Прочий совокупный доход за год	172	57	57	628	2 080	17 189	-	-
<b>Итого совокупный доход за год</b>	<b>60 111</b>	<b>79 746</b>	<b>52 054</b>	<b>37 160</b>	<b>17 329</b>	<b>53 690</b>	<b>111 555</b>	<b>139 154</b>
Базовая и разводненная прибыль на акцию, тенге	232	307	201	143	67	207	430	537
Базовая и разводненная прибыль на акцию, USD	2	2	1	1	0	1	2	3

Источник: Данные Компании и расчеты CS

млн. тенге

Cash Flow	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Денежные потоки от операционной деятельности</b>								
Поступление денежных средств от покупателей	229 821	339 480	330 462	372 166	325 347	395 725	485 829	435 199
Возврат НДС из бюджета	-	-	-	-	18 151	24 895	29 638	18 849
Вознаграждение полученное	1 581	2 658	977	866	1 503	1 416	6 830	3 025
Выплаты поставщикам	-170 671	-231 641	-265 445	-281 040	-248 515	-320 921	-379 103	-373 006
Выплаты работникам	-24 270	-29 622	-35 065	-37 585	-37 934	-40 191	-42 638	-43 213
<b>Денежные средства от операций</b>	<b>36 461</b>	<b>80 875</b>	<b>30 928</b>	<b>54 407</b>	<b>58 552</b>	<b>60 924</b>	<b>100 556</b>	<b>40 854</b>
Подоходный налог уплаченный	-9 988	-19 795	-11 729	-10 971	-4 748	-5 662	-28 216	-13 069
Вознаграждение уплаченное	-4 107	-6 558	-6 234	-6 599	-7 330	-6 127	-5 464	-4 430
<b>Потоки денежных средств от операционной деятельности</b>	<b>22 366</b>	<b>54 522</b>	<b>12 964</b>	<b>36 837</b>	<b>46 474</b>	<b>49 135</b>	<b>66 876</b>	<b>23 355</b>
<b>Денежные потоки от инвестиционной деятельности</b>								
Приобретение основных средств	-9 520	-13 820	-27 828	-24 584	-20 988	-12 153	-8 975	-14 913
Поступления от продажи ОС	35	118	91	113	200	491	190	749
Авансы, выданные за основные средства	-1 027	-11 520	-4 713	-2 467	-1 419	-616	-5 361	-5 461
Приобретение нематериальных активов	-374	-346	-237	-396	-232	-414	-477	-628
Приобретение активов по разработке месторождения	-1 715	-12 235	-7 804	-13 757	-12 092	-9 930	-11 494	-12 011
Приобретение разведочных и оценочных активов	-6 586	-274	-738	-105	-1 758	-1 618	-3 264	-2 775
Возмещение при потере контроля над дочерним предприятием	-	-	-	-	1 201	0	175	2
Размещение срочных вкладов и денежных средств, ограниченных в использовании	-78 280	-29 262	-6 488	-3 192	-5 955	-14 370	-54 124	-12 095
Погашение срочных вкладов и денежных средств, ограниченных в использовании	23 011	77 162	27 427	5 573	2 931	5 798	9 054	55 216
Погашение займов связанных сторон	1 706	500	-	-	1 211	1 211	12 787	8
Приобретение инвестиций в ассоциированных предприятиях и совместных предприятиях	-1 608	-5 196	-2 543	-20 156	-7 055	-2 046	-4 647	-2 687
Дивиденды, полученные от ассоциированных предприятий, СП и прочих инвестиций	5 690	19 719	43 099	23 352	20 459	42 867	78 805	36 486
Прочее	430	61	-690	-555	1 513	-94	-96	56
Поступление субсидий	206	-	309	-	-	-	-	-
Приобретение дочерних предприятий, за вычетом приобретенных денежных средств	0	-24 523	-11	-	-	-	-	-91
Займы, выданные связанным сторонам	-12 973	-8	-	-	-	-	-	-
Реализация опциона "пут"	-	-	-	-	-	-	-	173 719
Реализация инвестиций в ассоциированных предприятиях и совместных предприятиях	-	-	-	-	-	-	82	-
<b>Чистые потоки денежных средств, полученных от инвестиционной деятельности</b>	<b>-81 004</b>	<b>374</b>	<b>19 876</b>	<b>-36 174</b>	<b>-21 984</b>	<b>9 126</b>	<b>12 655</b>	<b>215 575</b>
<b>Денежные потоки от финансовой деятельности</b>								
Поступления от кредитов и займов	17 144	3 244	19 508	69 430	80 749	163 851	10 072	52 793
Погашение кредитов и займов	-28 412	-15 518	-37 631	-51 939	-88 715	-215 676	-53 430	-61 410

Ноябрь 2018

Взносы в капитал	2 077	1 329	1 443	1	245	-	-	-
Дивиденды, выплаченные Акционеру	-8 425	-8 984	-16 205	-19 388	-5 386	-2 323	-12 031	-65 849
Дивиденды, выплаченные неконтролирующей доле	-	-	-	-148	-171	-47	-134	-19
Прочее	-399	-21	-7	-9	-37	103	-673	-396
Выплата в связи с погашением финансового обязательства	-	-	-	-19 973	-	-	-	-
Приобретение активов для распределения конечной контролирующей стороне	-3 121	-15 298	-4 005	-	-	-	-	-
Погашение обязательств по финансовой аренде	-89	-45	-30	-	-	-	-	-
Поступления от выпуска облигаций	72 390	-	-	-	-	-	-	-
<b>Чистые потоки денежных средств, использованные в финансовой деятельности</b>	<b>51 165</b>	<b>-35 291</b>	<b>-36 927</b>	<b>-22 026</b>	<b>-13 315</b>	<b>-54 092</b>	<b>-56 196</b>	<b>-74 881</b>
Чистое изменение денежных средств и их эквивалентов	-7 473	19 604	-4 087	-21 363	11 175	4 169	23 335	164 049
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	30 083	22 384	41 837	38 039	17 152	29 432	55 869	75 052
Влияние изменений валютных курсов на денежные средства и их эквиваленты	-226	-151	289	476	1 105	22 268	-4 152	835
<b>Денежные средства и их эквиваленты на конец года</b>	<b>22 384</b>	<b>41 837</b>	<b>38 039</b>	<b>17 152</b>	<b>29 432</b>	<b>55 869</b>	<b>75 052</b>	<b>239 936</b>

Источник: Данные Компании и расчеты CS

Данные по добыче урана (100%)

Собственные активы КАП				2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Центральный Мынкудык, Жалпак Уванас, Восточный Мынкудык, Канжуган, Южный Мойынкум, Центральный Мойынкум	Орталык	2 033	тонн	1 770	1 953	1 898	1 656	1 677	1 660	
Северный и Южный Карамурын	Сауран	2 039 - 2022	тонн	2 214	2 003	1 590	1 500	1 575	1 454	
Западный Мынкудык	RU-6	2 022	тонн	956	1 015	718	820	790	765	
Инкай -1	Аппак	2 035	тонн	880	1 004	901	839	800	785	
	Инкай	2 045	тонн	2 418	2 413	2 202	2 641	3 200	3 457	
<b>СП</b>										
Семизбай, Ирколь	Семизбай-У	2030/2031	тонн	1 221	1 242	1 128	937	960	907	
Буденовское 2	Каратау	2032	тонн	2 064	2 108	2 359	1 977	2 560	2 735	
Буденовское 1,3,4	Акбастау	2037/2038	тонн	1 630	1 778	1 941	1 561	1 545	1 536	
<b>Ассоциированные</b>										
Заречное	Заречное	2028	тонн	800	817	802	780	754	743	
Южный Мойынкум, Торткудык	Катко	2039	тонн	4 007	4 003	3 519	3 337	3 228	3 062	
Северный Харасан 1	Харасан-У	2058	тонн	1 095	1 354	1 564	1 552	1 591	1 754	
Ақдала, Инкай 4	SMCC	2026/2029	тонн	3 049	3 058	2 937	2 471	2 400	2 266	
<b>Инвестиции</b>										
Северный Харасан 2	Байкен-У	2055	тонн	1 503	1 838	1 762	1 664	1 630	1 673	

Источник: Данные Компании и расчеты CS



**Контактная информация:**

АО “Сентрас Секьюритиз”  
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А  
Телефон: 8 (727) 259 88 77  
Email: info@centras.kz  
Website: www.cesec.kz

**Аналитический департамент:**

Директор  
Меланич Маржан  
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722  
Email: mmelanich@centras.kz

Аналитик  
Соколова Анна  
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718  
Email: asokolova@centras.kz

Младший аналитик  
Юн Анастасия  
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 727  
Email: ayun@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.