

ҰСЫНЫМ

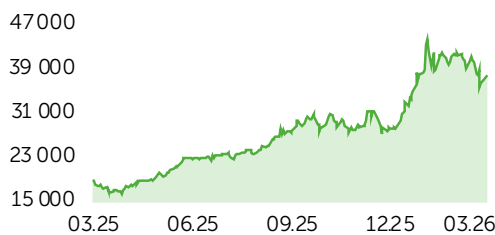
Hold**«Қазатомөнеркәсіп» АҚ
(KAP)**Өсу әлеуеті: **-6%**Нысаналы бағасы: **35 500 теңге**Ағымдағы бағасы: **37 710 теңге**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

Қазатомөнеркәсіп: 2025 жылғы қорытынды

Түсім, '25 (млрд KZT)	1 803
ЕБИТ, '25 (млрд KZT)	978
Таза пайда, түзетілген '25 (млрд KZT)	570
Таза борыш, '25 (млрд KZT)	-140
P/E, түзетілген '25 (x)	17,2x
P/BV, '25 (x)	3,0x
EV/S, '25 (x)	5,3x
EV/ЕБИТДА, '25 (x)	8,8x
ROA, түзетілген (%)	20%
ROE, түзетілген (%)	40%
ЕБИТ маржасы (%)	54%
Таза маржа, скорр. (%):	32%
Нарықтағы құны (млрд KZT)	9 876
Шығарылған акция саны (млн дана)	259
Еркін айналыс (%)	25%
52-апта мин/макс (KZT)	16 080 - 45 493
Ағымдағы бағасы (KZT)	37 710
Нысаналы бағасы (KZT)	35 500
Өсу әлеуеті (%)	-6%
Инвестициялық деңгей	6-12 ай.
Бағаны жаңартудың жоспарланған жиілігі	тоқсан сайын

Акциялар серпіні | биржа/тикер KASE/KZAP



Кірістілік (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолюттік	35%	37%	103%
vs KASE	26%	29%	66%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

(7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

DCF

Қазақстан | Атом энергетикасы

**KAZATOMPROM**
NATIONAL ATOMIC COMPANY

«Қазатомөнеркәсіп» АҚ 2025 жылға аудиттелген қаржылық есептілігін жариялады. Есепті бейтарап деп бағалаймыз: байытылған уран сатылымы болмағандықтан түсім өзгермеген күйінде қалды, алайда түзетілген таза пайда өткен жылдың деңгейінде сақталды, ал операциялық ақша ағыны ж/ж 57%-ға өсті. Негізгі тәуекел - 2026 жылы өндіру құны айтарлықтай өсті: басшылық ПҚӨС сараланған мөлшерлемесін енгізуге байланысты С1 ақшалай құнының көрсеткіштері 34%-ға және АISC ж/ж 21%-ға ұлғаяды деп болжайды. Бағалау үлгісінде біз уран бағалары, шығыс және бірлескен кәсіпорындардың бағалары бойынша болжамдарды жаңарттық. Нәтижесінде біздің «Қазатомөнеркәсіп» акцияларының бағасы 35 500 теңгені құрайды, KASE-тің ағымдағы бағасы 6%-ға артық бағаланады. «Ұстауға» кеңес беріледі.

Бағалаудың негізгі факторлары. 2026 жылғы 1 қаңтардан бастап уранның жылдық өндіру көлеміне және бағасына байланысты ПҚӨС сараланған шкаласын енгізу басты тәуекел болып табылады, компанияның болжамы бойынша С1 көрсеткіштерінің 34%-ға және АISC көрсеткіштерінің ж/ж 21%-ға өсуіне әкеледі. Екінші жағынан, компания өндіру көлемінің ұлғаюы және келісімшарттың оң серпіні аясында 2026 жылы түсім өседі деп болжайды (100% негізде 27 500-29 000 тонна). Қазатомөнеркәсіпке уран учаскелерін барлауға және резервтеуге басым құқықтарды бекіту (2025 жылғы 26 желтоқсандағы Жер қойнауы туралы кодекске түзетулер), сондай-ақ келісімшарттарды ұзарту кезінде БК бойынша серіктестер үшін талаптарды қатандату - Қазатомөнеркәсіптің үлесі кемінде 90% не конверсия және байыту технологияларын беру маңызды стратегиялық оқиға болды. Келісімшарттың аяқталуына байланысты Ақдала кен орнының (ОТХК, КАР үлесі 30%) Қазатомөнеркәсіпке 2026 жылғы 28 наурыздан бастап 1 500 тоннаға жуық уран қорының қалдығымен сенімгерлік басқаруға ауысқанын атап өтеміз.

Түсім: бұрынғы деңгейде, бірақ құрылымда өзгеріс бар. 2025 жылы шоғырландырылған түсім 1,8 трлн теңгені (ж/ж -0,6%) құрады. Табиғи уранды сатудан келіп түскен кіріс сату көлемінің ж/ж 11%-ға ұлғаюы және доллардың орташа айырбас бағамының өсуі есебінен ж/ж 16%-ға 1 638 млрд теңгеге дейін өсті. Сатудың орташа долларлық бағасы ж/ж 6%-ға төмендеді, бұл ретте спот бағасының 14%-ға төмендеуі келісімшарттық портфель құрылымының арқасында сату бағасына шектеулі әсер етті. 2024 жылы 249 млрд теңге әкелген байытылған уран сатылымының толық болмауы жалпы түсімге теріс әсер етті. Өндіріс көлемі қорлардың қолайлы деңгейін қалыптастыру стратегиясы шеңберінде 100% негізде 25,8 мың тоннаға дейін, қатысу үлесі негізінде 13,6 мың тоннаға дейін өсті, дайын өнімнің шоғырландырылған қорлары ж/ж 5%-ға 6,6 мың тоннаға дейін ұлғайды.

Маржа: ПҚӨС қысымы, бірақ ақша ағыны күшті. Жалпы маржа 48,6%-дан 47,8%-ға дейін аздап төмендеді. Негізгі теріс фактор - ПҚӨС мөлшерлемесінің 6%-дан 9%-ға дейін артуы, бұл өзіндік құнның салық құрамдас бөлігін ж/ж 50%-ға 137 млрд теңгеге дейін ұлғайтты. Өзіндік құнындағы амортизация Буденовскийдің шоғырлануы аясында ж/ж 22%-ға 146 млрд теңгеге дейін өсті. Күкірт қышқылының орташа өлшенген бағасы бір тонна үшін ж/ж 43%-ға 70 мың теңгеге дейін өсіп, оның өндірістік өзіндік құнындағы үлесін 12,5%-дан 14,7%-ға дейін ұлғайтты. Екінші жағынан, шикізат пен материалдарға арналған шығыс БК-дан сатып алынған уранның төмен құны есебінен ж/ж 4,5%-ға 495 млрд теңгеге дейін төмендеді, ал қайта өңдеуге арналған шығыс байыту бойынша көрсетілетін қызметтердің болмауына байланысты ж/ж 49%-ға төмендеді. С1 ақшалай құн көрсеткіші және күрделі шығынды қамтитын AISC көрсеткіші болжамдар шеңберінде қалды. Маржаның EBITDA көрсеткіші шамамен 61% деңгейінде қалды. Акционерлерге жатқызылған таза пайда 570 млрд теңгені (ж/ж -35%) құрады, алайда Буденовскийді шоғырландырудан келіп түскен біржолғы кірісті (296 млрд) есепке алмағанда түзетілген пайда іс жүзінде өзгерген жоқ (570 млрд-қа қарағанда 577 млрд, ж/ж -1,1%). Операциялық ақша ағыны сатып алушылардан келіп түсетін түсімдердің өсуі және айналым капиталын қалыпқа келтіру есебінен 810 млрд теңгеге (ж/ж +57%) жетті. Бұл фактор 2025 жылғы қорытынды бойынша дивидендтердің өсу ықтималдығын күрт арттырады. Дивидендтер 30-40%-ға өсуі мүмкін деп күтуге болады.

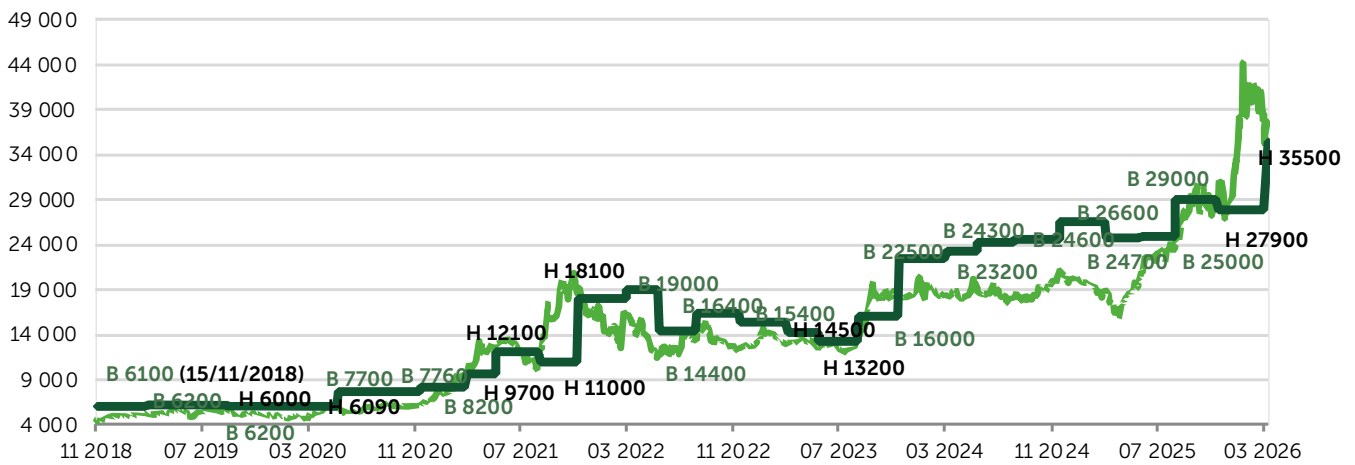
Біздің пікіріміз және бағалау үлгісіндегі өзгерістер. Жалпы алғанда, есеп операциялық көрсеткіштердің тұрақтылығын және ақша ағынының күшті генерациясын растайды, алайда өндіріс құнының құрылымдық өсуі маржаға қысым жасайды. Өндіру кәсіпорындарының күрделі шығыны ж/ж 25%-ға 398 млрд теңгеге дейін 100%-ға өсті, ал 2026 жылға одан әрі ұлғаяды деп болжануда, оның ішінде Буденовский, Орталық (Жалпақ) және Инкай-3 инфрақұрылымын салуға 121 млрд теңге. БК және қауымдастырылған кәсіпорындар нәтижелеріндегі үлес ж/ж 25%-ға 199 млрд теңгеге дейін өсті, бұл КАТКО мен ОТХК сату көлемінің өсуін көрсетеді. Бағалау үлгісінде біз өндіріс құнының болжамын арттырдық, бірақ алдыңғы күтулерге қатысты шикізат нарығының күштілігі аясында уранның болжамды бағасын көтердік. Сондай-ақ, көтеру бағытында қауымдастырылған және бірлескен кәсіпорындардың бағалары жаңартылды. Нәтижесінде «Қазатомөнеркәсіп» акцияларының нысаналы бағасы **ағымдағы бағаны 6%-ға асыра бағалай отырып, 35 500 теңгені құрайды. «Ұстауға» кеңес беріледі.**

АНЫҚТАМА АҚПАРАТЫ

1-сурет. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Болжамдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Ескерту
	03.12.2025	27.03.2026		
Жалпы операциялық шығыс, 2026, млрд KZT	900	1 037	+15%	Компания басшылығы тарапынан өзіндік құнның жоғары болжамы
Орташа болжамды баға U308, \$/фунт	72,2	78,4	+8,6%	Уран бағасының өсуі және саланың одан әрі перспективаларына деген оптимистік көзқарасымыз
БК және басқа компаниялардың бағалау құны, трлн KZT	1,7	2,3	+38%	Жаңа қаржылық деректер және басқа макропараметрлер негізінде бағалауды жаңарту

2-сурет. Freedom Broker-дің алдыңғы ұсынымдары мен нысаналы бағалары. (B-«сатып алу», H-«ұстау», S-«сату»)



3-сурет. Freedom Broker-дің есептері бойынша P/E және EV/EBITDA баға мультипликаторлары



4-сурет. KASE индексінің акциялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Ұсыным	Саны	% дағы үлесі
Buy	2	20%
Hold	7	70%
Sell	1	10%

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы (бұдан әрі - Компания) Қазақстан Республикасындағы «Астана» халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО-ның қолданыстағы заңнамасының талаптары, шарттары, шектеулері және/немесе нұсқаулары сақталған кезде Компания No. AFSA-A-LA-2020-0019 лицензиясына сәйкес мынадай реттелетін қызмет түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: принципал ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, агент ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялық консультация беру және инвестициялармен жасалатын мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне бағытталған, жеке инвестициялық ұсыным болып табылмайды, әртүрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау ұсынысы болып табылмайды.

Осы құжатта орналастырылған материалдар инвестициялық зерттеу объектісіне (бұдан әрі - Эмитент) қатысты анықтамалық-ақпараттық сипатта болады, Компанияның ағымдағы бөлшек және әлеуетті бөлшек клиенттеріне жолданады. Осы құжатта баяндалған ақпарат жалпыға қолжетімді дереккөздерден алынған және автор (авторлар) сенімді деп есептеледі, алайда автор (авторлар) оның дәлдігіне немесе толықтығына қатысты анық немесе тұспалданатын ешқандай кепілдіктер мен кепілдіктер бермейді. Ақпарат қандай да бір жеке немесе заңды тұлғаның қандай да бір инвестициялық шешімдер қабылдауы үшін негіз ретінде пайдалануға арналмаған. Бұл ақпарат инвестициялық ұсыным емес, сондай-ақ кез келген бағалы қағазды сатып алуды немесе сатуды ұсынбайды немесе шақырмайды.

Бағалы қағаздар мен басқа да қаржы құралдарына иелік ету қашанда тәуекел тудырады: бағалы қағаздар мен басқа қаржы құралдарының құны өсуі немесе төмендеуі мүмкін. Бұған дейінгі инвестициялау нәтижесі болашақта кіріске кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес, компания болашақта салымның кірістілігіне кепілдік бермейді және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал кірістер мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.

Ақпаратты жария ету

- Осы есеп авторының (авторларының) немесе оның отбасы мүшесінің Эмитенттің бағалы қағаздарына қаржылық мүдделігі жоқ.
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасы мүшесі осы есептің мазмұнына немесе жариялануына әсер етуі мүмкін қандай да бір мүдделер қақтығыстарының бар екендігі туралы білмейді
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасы мүшесі Эмитенттің жеке портфеліндегі бағалы қағаздарын сатқан жағдайда баға белгілеуге елеулі ықпал ету үшін олардың жеткілікті санына ие емес.
- Автордың (авторлардың) бағыну тәртібі және оның (олардың) сыйақылары мүдделер қақтығысына әкеп соқпайды
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитенттің жалпы шығарылған акционерлік капиталының 1%-ын немесе одан да көбін иеленбейді
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитент үшін корпоративтік брокер ретінде әрекет етпейді
- Эмитенттің Компания үлесінде елеулі үлесі жоқ
- Компания Эмитенттің акцияларына қатысты маркет-мейкер бола алады. Қаржы құралдарының толық тізімі Қазақстан қор биржасының сайтында жазылған және мына сілтеме бойынша қолжетімді: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтингтік жүйе

- Buy. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде баға 20-дан астам пайызға өседі деп күтілетін акция
- Hold. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде баға минус 10 пайыздан плюс 10 пайызға дейін өзгереді деп күтілетін акция
- Sell. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде баға 10-дан астам пайызға төмендейді деп күтілетін акция