

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

**АО «Казатомпром»
(KAP)**

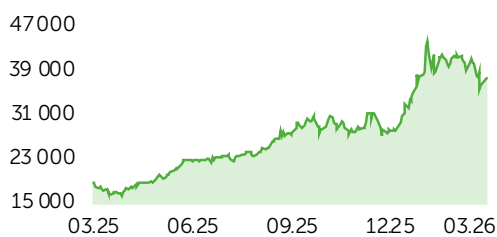
Потенциал роста: **-6%**
Целевая цена: **35 500 тенге**
Текущая цена: **37 710 тенге**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

Казатомпром: итоги за 2025 год

Выручка, '25 (млрд KZT)	1 803
ЕБИТ, '25 (млрд KZT)	978
Чистая прибыль, скорр. '25 (млрд KZT)	570
Чистый долг, '25 (млрд KZT)	-140
P/E, скорр. '25 (x)	17,2x
P/BV, '25 (x)	3,0x
EV/S, '25 (x)	5,3x
EV/ЕБИТДА, '25 (x)	8,8x
ROA, скорр. (%)	20%
ROE, скорр. (%)	40%
Маржа ЕБИТ (%)	54%
Чистая маржа, скорр. (%)	32%
Капитализация (млрд KZT)	9 876
Акция выпущено (млн штук)	259
Свободное обращение (%)	25%
52-нед. мин/макс (KZT)	16 080 - 45 493
Текущая цена (KZT)	37 710
Целевая цена (KZT)	35 500
Потенциал роста (%)	-6%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер KASE/KZAP



Доходность (%)	3-мес	9-мес	12-мес
Абсолютная	35%	37%	103%
vs KASE	26%	29%	66%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Атомная энергетика



АО «Казатомпром» опубликовало аудированную финансовую отчетность за 2025 год. Отчет оцениваем как нейтральный: выручка осталась на прежнем уровне из-за отсутствия продаж обогащенного урана, однако скорректированная чистая прибыль сохранилась на уровне прошлого года, а операционный денежный поток вырос на 57% г/г. Ключевой риск - значительный рост себестоимости добычи в 2026 году: руководство прогнозирует увеличение показателей денежной себестоимости C1 на 34% и AISC на 21% г/г в связи с введением дифференцированной ставки НДС. В модели оценки мы обновили прогнозы по ценам на уран, расходам и оценки совместных предприятий. В итоге наша оценка акций «Казатомпрома» составляет 35 500 тенге с переоцененностью текущей цены на KASE в 6%. Рекомендация: «Держать».

Ключевые факторы для оценки. Главным риском является введение с 1 января 2026 года дифференцированной шкалы НДС в зависимости от объемов годовой добычи и цен на уран, что по прогнозам самой компании приведет к росту показателей C1 на 34% и AISC на 21% г/г. С другой стороны, компания прогнозирует рост выручки в 2026 году на фоне увеличения объемов добычи (27 500-29 000 тонн на 100% основе) и положительной динамики контрактования. Важным стратегическим событием стало закрепление за Казатомпромом приоритетных прав на разведку и резервирование урановых участков (поправки в Кодекс о недрах от 26 декабря 2025 года), а также ужесточение требований для партнеров по СП при продлении контрактов - доля Казатомпрома не менее 90% либо передача технологий конверсии и обогащения. Отметим переход месторождения Акдала (ЮГХК, доля КАР 30%) в связи с окончанием контракта в доверительное управление Казатомпрому с 28 марта 2026 года с остатком запасов около 1 500 тонн урана.

Выручка: на прежнем уровне, но со сдвигом в структуре.

Консолидированная выручка за 2025 год составила 1,8 трлн тенге (-0,6% г/г). Доходы от продажи природного урана выросли на 16% г/г до 1 638 млрд тенге за счет увеличения объема реализации на 11% г/г и роста среднего обменного курса доллара. Средняя долларовая цена реализации снизилась на 6% г/г, при этом падение спотовой цены на 14% оказало ограниченное влияние на цену реализации благодаря структуре контрактного портфеля. Негативное влияние на общую выручку оказало полное отсутствие продаж обогащенного урана, принесших 249 млрд тенге в 2024 году. Объем производства на 100% основе вырос до 25,8 тыс. тонн, на основе доли участия - до 13,6 тыс. тонн, консолидированные запасы готовой продукции увеличились на 5% г/г до 6,6 тыс. тонн в рамках стратегии формирования комфортного уровня запасов.

Маржинальность: давление НДС, но сильный денежный поток.

Валовая маржа незначительно снизилась с 48,6% до 47,8%. Главный

негативный фактор - повышение ставки НДС с 6% до 9%, что увеличило налоговую составляющую себестоимости на 50% г/г до 137 млрд тенге. Амортизация в себестоимости выросла на 22% г/г до 146 млрд тенге на фоне консолидации Буденовского. Средневзвешенная цена серной кислоты выросла на 43% г/г до 70 тыс. тенге за тонну, увеличив ее долю в производственной себестоимости с 12,5% до 14,7%. С другой стороны, расходы на сырье и материалы снизились на 4,5% г/г до 495 млрд тенге за счет более низкой стоимости покупного урана от СП, а расходы на переработку упали на 49% г/г из-за отсутствия услуг по обогащению. Показатель денежной себестоимости С1 и показатель AISC, включающий в себя капитальные затраты, остались в рамках прогнозов. Показатель EBITDA маржи остался примерно на прежнем уровне, составив 61%. Чистая прибыль, относимая на акционеров, составила 570 млрд тенге (-35% г/г), однако без учета разового дохода от консолидации Буденовского (296 млрд) скорректированная прибыль практически не изменилась (570 против 577 млрд, -1,1% г/г). Операционный денежный поток достиг 810 млрд тенге (+57% г/г) за счет роста поступлений от покупателей и нормализации оборотного капитала. Этот фактор резко увеличивает вероятность повышения дивидендов по итогам 2025 года. Можно с неплохой долей вероятности ожидать роста дивидендов на 30-40%.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом отчет подтверждает стабильность операционных показателей и сильную генерацию денежного потока, однако структурный рост себестоимости добычи создает давление на маржу. Капитальные затраты добычных предприятий выросли на 25% г/г до 398 млрд тенге на 100% основе, а на 2026 год прогнозируется дальнейшее увеличение, в том числе 121 млрд тенге на строительство инфраструктуры Буденовского, Орталыка (Жалпак) и Инкай-3. Доля в результатах СП и ассоциированных предприятий выросла на 25% г/г до 199 млрд тенге, что отражает рост объемов реализации КАТКО и ЮГХК. В модели оценки мы увеличили прогноз себестоимости добычи, но повысили прогнозную цену на уран на фоне более сильного рынка сырья относительно предыдущих ожиданий. Также в сторону повышения были обновлены оценки ассоциированных и совместных предприятий. В итоге целевая цена акций «Казатомпрома» составляет **35 500 тенге с переоцененностью текущей цены в 6%. Рекомендация: «Держать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	03.12.2025	27.03.2026		
Общие операционные расходы, 2026, млрд KZT	900	1 037	+15%	Более высокий прогноз себестоимости со стороны руководства компании
Средняя прогнозная цена U3O8, \$/фунт	72,2	78,4	+8,6%	Увеличение цен на уран и наш более оптимистичный взгляд на дальнейшие перспективы отрасли
Оценочная стоимость СП и прочих компаний, трлн KZT	1,7	2,3	+38%	Обновление оценки на основе новых финансовых данных и прочих макропараметров

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker. (B-«покупать», H-«держать», S-«продавать»)

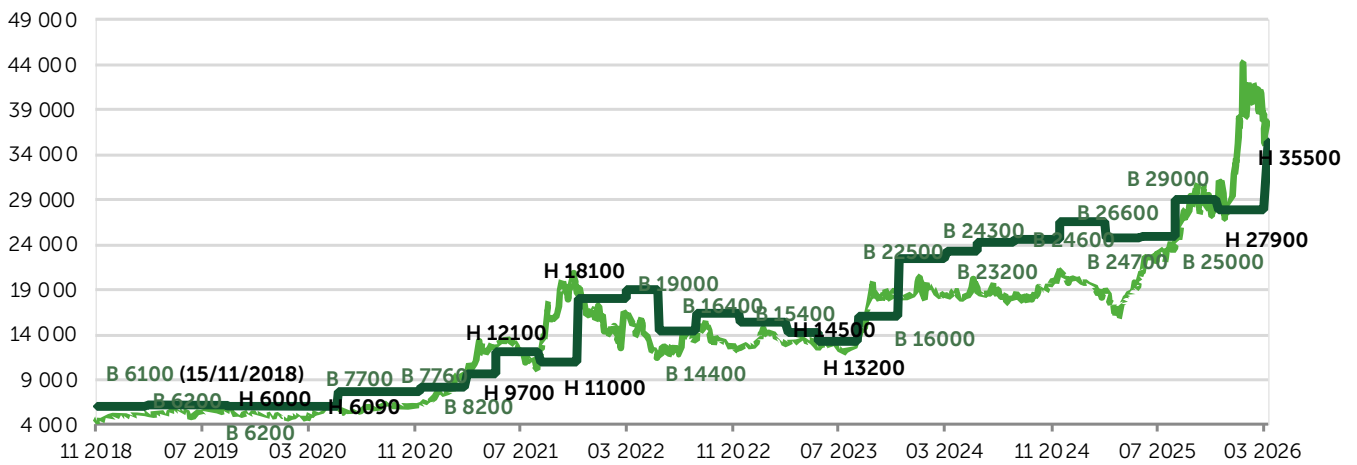


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker



Иллюстрация 4. Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	2	20%
Hold	7	70%
Sell	1	10%

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No.

AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надёжными, однако автор(ы) не даёт никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не даёт гарантии надёжности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев