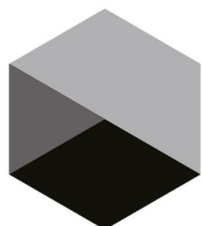




TENÍZ CAPITAL

Jiaxin International Resources (HKEX: 3858)

**Обзор промежуточных результатов
за 1П 2026 г. и корпоративных
объявлений от 24 августа 2026 г.**



JIA XIN
INTERNATIONAL RESOURCE

2026

Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



Jiaxin International Resources (HKEX: 3858)

Обзор промежуточных результатов за 1П 2026 г. и корпоративных объявлений от 24 августа 2026 г.

Jiaxin International Resources (HKEX: 3858) — зарегистрированная в Гонконге монопродуктовая горнодобывающая компания, чей единственный операционный актив целиком расположен в Казахстане: Богутинское вольфрамовое месторождение в Енбекшиказахском районе Алматинской области. Первое полугодие 2026 г. стало первым полным периодом промышленной эксплуатации и принесло кратный рост масштаба: выручка выросла до HKD 2 703,0 млн против HKD 126,3 млн годом ранее, валовая рентабельность — до 73,1% с 14,2%, а вместо убытка HKD 7,0 млн получена прибыль HKD 1 583,8 млн, или HKD 3,37 на акцию. Менеджмент прямо связывает результат с ростом цен на вольфрамовый концентрат: к эффекту низкой базы (коммерческая добыча началась лишь в апреле 2025 г.) добавилась ценовая конъюнктура. Группа перешла из чистого долга HKD 246,2 млн в чистую денежную позицию около HKD 1,05 млрд, рефинансировала евро-кредит в юанях, объявила первый в своей истории дивиденд и начала выкуп акций.

Показатель, HKD млн	1П26	1П25	Изменение
Выручка	2 703,0	126,3	×21,4
Валовая прибыль (рентабельность)	1 977,2 (73,1%)	18,0 (14,2%)	×110
EBITDA (рентабельность)	2 045,7 (75,7%)	н/п	—
Прибыль за период	1 583,8	(7,0)	—
Прибыль на акцию, HKD	3,37	(0,02)	—
Операционный денежный поток	1 317,6	15,6	×84
Свободный денежный поток	1 286,6	(5,9)	—
Денежные средства и депозиты*	2 077,1	1 024,5	×2,0
Кредиты и займы*	1 023,2	1 265,5	–19,2%

* Балансовые статьи приведены на 30.06.2026 и 31.12.2025 соответственно.

Актив и операционные результаты. Группа моноактивна: единственный операционный актив — Богутинское вольфрамовое месторождение в Алматинской области Казахстана, отрабатываемое открытым способом по контракту на недропользование № 4608-TPI до июня 2040 г. По данным Frost & Sullivan на 31 декабря 2025 г. это крупнейший в мире открытый вольфрамовый рудник по ресурсам WO₃ и четвертый среди всех вольфрамовых рудников. Контролирующего акционера нет; среди крупных участников — Jiangxi Copper и CRCC, владеющая около 10,57% через CCECC (H.K.) Limited и CRCC International Investment Group. За полугодие произведено более 4 000 т 65%-ного шеелитового концентрата против 5 008 т за весь 2025 г.: среднемесячный выпуск вырос примерно с 560 до более чем 660 т при росте персонала на 14,7% до 398 человек. Объем и цена реализации не раскрыты, однако небольшой прирост запасов готовой продукции (с HKD 20,5 млн до HKD 27,2 млн) и признание в выручке HKD 281,9 млн ранее полученных авансов указывают, что продажи были близки к производству. При допущении реализации около 4 000 т средняя выручка на тонну составила бы порядка HKD 0,65–0,68 млн (USD 83–87 тыс.) при денежной себестоимости без НДС и амортизации около HKD 80–90 тыс./т; обе оценки индикативны.

Структура затрат. Совокупные себестоимость, административные и коммерческие расходы составили HKD 784,1 млн, или 29,0% выручки. Крупнейшая статья — НДПИ: HKD 317,8 млн, то есть 11,8% выручки и около 44% себестоимости продаж. Ставка 7,8% применяется к средневзвешенной цене металла в добытой продукции, поэтому фактическая нагрузка выше номинальной, а часть ценового апсайда автоматически изымается бюджетом. Услуги подрядной добычи выросли в 2,7 раза до HKD 118,4 млн (основной подрядчик — структуры CSECC, закупки у связанной стороны HKD 166,6 млн), амортизация — в 2,5 раза до HKD 63,7 млн после ввода обогащительной инфраструктуры, расходы на персонал — на 36,5% до HKD 54,6 млн. Административные расходы снизились на 9,6% до HKD 54,7 млн исключительно из-за отсутствия расходов на листинг (HKD 13,5 млн в 1П25); без этого фактора рост составил бы около 16%. Прочие доходы нетто HKD 62,9 млн почти целиком сформированы курсовыми доходами HKD 69,6 млн — статья разовая: без неё операционная прибыль составила бы около HKD 1 912 млн, или 70,7% выручки. Эффективная ставка налога 20,1% соответствует казахстанскому КПН.

Баланс, долг и ликвидность. Активы выросли на 42,8% до HKD 5,05 млрд, доля собственного капитала — до 63,4% с 45,4%, коэффициент текущей ликвидности — 3,1х, балансовая стоимость капитала на акцию — HKD 6,92; денежные средства и депозиты вдвое покрывают весь долг. Торговая дебиторская задолженность выросла в 2,9 раза до HKD 473,3 млн (около 32 дней выручки, вся сроком до шести месяцев, в юанях, резерв не создавался), а внеоборотный НДС к возмещению — до HKD 310,1 млн: заметный объём замороженного оборотного капитала, характерный для экспортёров в Казахстане, и динамику возмещения стоит отслеживать. Евро-кредит с лимитом EUR 188 млн полностью погашен за счёт нового трёхлетнего кредита того же банка в юанях: лимит RMB 1 200 млн, первый транш RMB 883 млн, ставка «1-летняя LPR + 60 б.п.», льготный период шесть месяцев, обеспечение — залог 100% долей люксембургской Jiaxin International Resources Investment S.à r.l. Рефинансирование устранило валютный разрыв между евровым долгом и юаневой выручкой, генерировавший в 2025 г. крупные курсовые убытки, однако весь долг теперь по плавающей ставке и без хеджирования; процентные расходы снизились до HKD 21,3 млн против HKD 35,0 млн. Денежные средства номинированы в юанях (55%), тенге (23%) и долларах США (22%), форварды не заключались.

Денежные потоки. Операционный поток составил HKD 1 317,6 млн при конверсии прибыли 83%, капитальные затраты минимальны (HKD 31,1 млн — инвестиционная фаза первой очереди завершена), свободный денежный поток — HKD 1 286,6 млн, или 47,6% выручки. Ликвидность полугодия временно поддержана налоговым лагом: при начисленных HKD 397,9 млн уплачено лишь HKD 34,4 млн, а обязательства по текущему налогу выросли до HKD 390,3 млн. Отток HKD 630,8 млн по инвестиционной деятельности — почти целиком размещение HKD 617,6 млн на депозиты сроком 3–12 месяцев под 1,20%, то есть перераспределение ликвидности, а не инвестиции в бизнес. Во втором полугодии предстоят дивиденды около HKD 852 млн, уплата налога на прибыль около HKD 390 млн и авансы по контракту на хвостохранилище (15% начальной цены, порядка RMB 38,5 млн) — суммарно около HKD 1,3 млрд, что сопоставимо с операционным потоком за 1П26. При сохранении ценовой конъюнктуры это не создаёт напряжения, но «заголовочная» чистая денежная позиция к концу года может временно сократиться.

Дивиденды, обратный выкуп и индикативная оценка. Совет директоров объявил первый в истории компании дивиденд — HKD 1,87 на акцию, около HKD 852 млн, что соответствует примерно 55% прибыли акционеров, 65% операционного денежного потока и 41% денежных средств с депозитами; одобрение акционеров не требуется. Экс-дивидендная дата — 11 сентября, реестр закрыт 15–17 сентября с фиксацией 17 сентября, выплата — 11 ноября 2026 г., налог у источника не удерживается. 20–21 июля выкуплено 150 000 акций по HKD 44,58–48,00 на сумму около HKD 6,9 млн (средняя цена HKD 46,17), бумаги оставлены казначейскими.

Сумма символическая — 0,03% капитала, — но как сигнал о начале программы возврата капитала значимая, тем более на фоне роста котировок более чем вчетверо относительно цены IPO HKD 10,92 в августе 2025 г. По средней цене выкупа капитализация составляет около HKD 21,0 млрд, P/B — около 6,7х, P/E по аннуализированной прибыли — около 6,9х, чистая денежная позиция — HKD 2,31 на акцию, хотя аннуализация полугодия при волатильных ценах на вольфрам остаётся грубым приближением. Формализованная дивидендная политика не раскрыта, но дивиденды и выкуп прямо названы элементами стратегии.

Крупная сделка со связанной стороной. Дочернее ТОО «Жетысу Вольфрамы» по итогам открытого тендера в КНР (три участника, комиссия из пяти экспертов) заключило с казахстанским филиалом CCECC — структурой CRCC, владеющей около 10,57% компании, — контракт на расширение хвостохранилища № 1: дамба, противофильтрационные сооружения, система транспортировки хвостов и сопутствующие объекты. Начальная цена — RMB 256,9 млн с учётом налогов, предельная — RMB 306,1 млн (+19,2%), срок 575 дней с завершением 22 апреля 2028 г., финансирование из собственных средств; обеспечение исполнения — банковская гарантия на 10% цены, авансы 15%, ежемесячная оплата 93% подтверждённых работ, гарантийное удержание 3% на 24 месяца. Поскольку один из процентных коэффициентов превышает 25%, сделка квалифицируется как крупная по Главе 14 и как сделка со связанной стороной по Главе 14А Правил листинга и требует одобрения независимых акционеров на BOCA. Сформирован независимый комитет из трёх независимых директоров, независимым финансовым консультантом назначена Carlyon Capital Limited, а директор Чэнь Кэцин (CRCCII) воздержалась от голосования; циркуляр ожидается около 30 сентября 2026 г. Условия выглядят стандартными, а сумма даже по верхней границе не превышает 7% активов, однако три момента заслуживают внимания: объект назван условием непрерывной работы рудника, но будет завершён лишь в 2028 г.; контракт вступит в силу только после BOCA; зависимость от CCECC как генподрядчика растёт (новые контракты 1П26 на HKD 272,9 млн, задолженность на 30 июня — HKD 195,2 млн).

Стратегия. Приоритетами названы интеграция системы рудосортировки с целевым сроком 2027 г., которая должна повысить содержание WO₃ в питании фабрики и снизить удельные затраты, и расширение добычи и переработки до 4,95 млн т руды в год, то есть на 77% к уровню 2025 г., в рамках меморандума с правительством Казахстана. Капитальные затраты и сроки этой программы не квантифицированы, а контракт на хвостохранилище — её первый видимый элемент. Заявлены также геологоразведка прилегающих участков и поиск проектов в цветной металлургии Центральной Азии совместно с Jiangxi Copper и CRCC, а также продолжение выкупов и выплат акционерам. С 1 января 2027 г. компания перейдёт на HKFRS 18, что затронет только представление информации.

Риски и точки контроля. Ключевой риск — цена вольфрама: монопродуктовая и моноактивная модель означает, что рентабельность 73% и чистая денежная позиция являются функцией конъюнктуры, а при её развороте эффект будет симметричным, лишь частично смягчённым снижением НДПИ. Далее следуют концентрация продаж на китайском рынке при расчётах в юанях (9,1% выручки — связанная сторона Jiangxi Copper Hong Kong Limited) и зависимость от CCECC в строительстве и горных работах, смягчаемые тендерными процедурами и голосованием независимых акционеров; фискальный режим Казахстана, где НДПИ является крупнейшей статьёй затрат, а НДС к возмещению накапливается; полностью плавающая ставка по долгу без хеджирования, риск по которой ограничен чистой денежной позицией; валютная асимметрия между тенговыми затратами, юаневыми выручкой и долгом и гонконгскими дивидендами, из-за которой курсовой доход HKD 69,6 млн может развернуться; крупные оттоки второго полугодия и график хвостохранилища. Отдельного внимания заслуживают пробелы в раскрытии: не приведены объём продаж, средняя цена реализации, удельные затраты и капзатраты программы расширения — именно эти вводные нужны для оценки устойчивости результата.



TENÍZ CAPITAL

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Костанай, пр. Абая, 101,
ЖК Жана Кала

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz