

Данный аналитический отчет 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.



TENÍZ CAPITAL  
INVESTMENT BANKING

# Анализ Казатомпрома, Самесо и CGN Mining на глобальном рынке урана

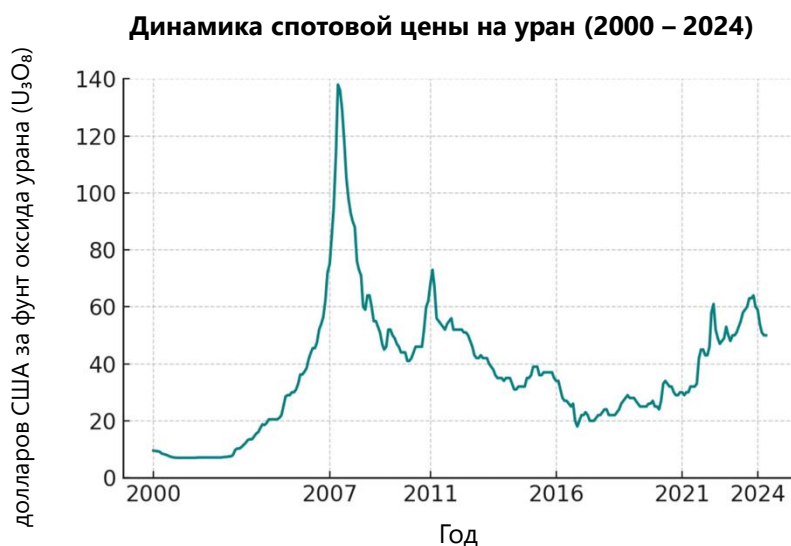


Данный аналитический отчет не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

## Анализ Казатомпрома, Cameco и CGN Mining на глобальном рынке урана

Динамика мирового рынка урана формируется под влиянием геополитических факторов и баланса спроса и предложения. За последние годы этот рынок претерпел существенные изменения. После длительного периода избыточного предложения и низких цен, вызванных аварией на АЭС «Фукусима» в 2011 году, ситуация начала меняться: сокращение поставок со стороны крупных производителей и возобновившийся глобальный интерес к ядерной энергии как источнику чистой электроэнергии привели к ужесточению рынка.

Спотовая цена на уран, которая опускалась до ~\$20 за фунт в конце 2010-х годов, более чем удвоилась с 2020 года. В 2023 году она достигла ~\$65 за фунт - максимального значения за более чем десятилетие, а к декабрю выросла до ~\$86 за фунт на фоне опасений по поводу стабильности поставок. На Рисунке 1 представлена динамика спотовых цен на уран с 2000 по 2024 год, отражающая резкий рост цен в середине 2000-х и текущее восстановление.



**Рисунок 1:** Тенденция спотовых цен на уран с 2000 по 2024 год.

На фоне этих изменений ключевыми игроками на рынке выступают три компании: Казатомпром, Cameco и CGN Mining, каждая из которых реализует собственную стратегию.

**Казатомпром** — национальная атомная компания Казахстана и крупнейший в мире производитель урана.

**Cameco Corporation** — канадская компания, один из ведущих глобальных игроков, осуществляющая также деятельность в области конверсии и топливных услуг.

**CGN Mining Company**, зарегистрированная в Гонконге, является дочерней структурой China General Nuclear Power Group и специализируется на поставках и торговле ураном для нужд растущей атомной энергетики Китая.

Настоящий отчет предлагает сравнительный анализ этих компаний, включая их профиль, операционную деятельность, финансовые результаты и рыночное позиционирование. Также рассматривается прогноз развития мирового рынка урана - с акцентом на ожидаемый рост спроса, динамику цен и оценочные показатели, такие как рыночная капитализация и коэффициент цена/прибыль (P/E). В завершение предоставлен комплексный анализ рисков - операционных, геополитических, регуляторных и экологических, - способных повлиять как на отдельные компании, так и на урановый рынок в целом.



## Казатомпром (Казахстан)

Национальная атомная компания «Казатомпром» (АО НАК «Казатомпром») — ведущий производитель урана в мире, основанный в 1997 году. Компания принадлежит Республике Казахстан: 75% акций контролируется через суверенный фонд «Самрук-Казына» и Министерство финансов Республики Казахстан. С 2018 года Казатомпром имеет двойной листинг – на Лондонской фондовой бирже (LSE) и Международной бирже Астаны (AIX), после первичного размещения 25%-ной доли. На апрель 2025 года рыночная капитализация компании составляет около \$9 млрд. Казатомпром ведет деятельность исключительно на территории Казахстана – стране, обладающей около 14% мировых запасов урана. С 2009 года Казахстан является крупнейшим производителем урана в мире, обеспечивая около 43% мировой добычи по состоянию на 2022 год. В 2024 году Казатомпром добыл свыше 23 270 тонн урана (эквивалентно 27 млн фунтов  $U_3O_8$ ), что составляет значительную долю глобального первичного предложения. Компания придерживается стратегии, ориентированной на создание стоимости, а не максимизацию объемов. С 2018 по 2022 год Казатомпром сознательно ограничивал производство ниже уровня лицензированной мощности, способствуя дефициту на рынке и росту цен на уран.

Все производственные активы Казатомпрома расположены в Казахстане и используют метод выщелачивания in-situ (ISR), который отличается низкой стоимостью и минимальным воздействием на окружающую среду и идеально подходит для урановых месторождений, размещенных в песчаниках. Метод ISR предполагает закачку выщелачивающего раствора в подземные рудные тела и с последующей откачкой урансодержащего раствора на поверхность, что исключает необходимость в открытых карьерах или больших хвостохранилищах. Геологические условия Казахстана, особенно в обширных бассейнах Шу-Сарысу и Сырдарья, чрезвычайно благоприятны для ISR: две трети мировых запасов урана, пригодных для ISR, находятся в Казахстане, что дает Казатомпрому значительное преимущество по стоимости. В частности, бассейн Шу-Сарысу содержит около 70% урановых запасов страны, обеспечивая Казатомпрому устойчивое конкурентное преимущество по себестоимости добычи.



**Рисунок 2:** Карта Казахстана с выделением основных урановых регионов (процент от национальных запасов урана). Операции Казатомпрома сосредоточены в бассейнах Шу-Сарысу (юго-запад) и Сырдарья (юг), которые вместе содержат ~80% урана Казахстана. Эти месторождения песчаникового типа добываются методом выщелачивания in-situ, что обеспечивает низкие производственные затраты.



Казатомпром контролирует 13 дочерних и совместных предприятий, которые разрабатывают 24 месторождения на территории Казахстана. Среди ключевых совместных предприятий — KATCO (с Orano из Франции) на шахтах Мойнкум и Торткудук, СП «Инкай» (с канадской Cameco) на шахте Инкай, а также другие с партнерами из России, Китая и Японии. В 2022 году СП «Инкай» (доли: Казатомпром — 60%, Cameco — 40%) обеспечило добычу порядка 3 800 тонн урана, а KATCO (Казатомпром — 51%, Orano — 49%) произвело около 2 564 тонн урана. Эти проекты являются одними из крупнейших и наиболее технологичных в портфеле компании.

Помимо добычи, Казатомпром активно продвигается дальше по ядерному топливному циклу. Компания управляет Ульбинским металлургическим заводом, который исторически производил топливные таблетки, и построил новый завод по производству топливных сборок Ульба-FA (51% принадлежит Казатомпрому, 49% — китайской CGN), способный изготавливать топливные сборки для легководных реакторов. Завод Ульба-FA, заверченный в 2020 году в партнерстве с Китаем, предназначен для производства топлива для реакторов CGN в Китае, что переводит Казатомпром из поставщика урана в производителя топлива.

## Cameco (Канада)

Cameco Corporation одна из ведущих транснациональных урановых компаний, основанная в 1988 году в результате слияния двух государственных корпораций провинции Саскачевана. Штаб-квартира компании находится в Саскатуне, Канада. Cameco является одним из крупнейших производителей урана за пределами Казахстана, занимая ключевые позиции на мировом рынке. В 2022 году Канада обеспечила около 15% глобального предложения урана, став вторым по объему добычи производителем в мире. Основную долю канадской добычи обеспечивают шахты Cameco — Cigar Lake и McArthur River, одни из самых высококачественных урановых месторождений в мире. Бизнес Cameco охватывает весь ядерный топливный цикл: добычу урана, его переработку/конверсию и услуги по производству ядерного топлива. Компания владеет урановыми шахтами в Канаде и США, а также участвует в совместном предприятии в Казахстане (СП «Инкай»). Кроме того, Cameco управляет предприятием по конверсии в Порт-Хоуп, Онтарио, где  $U_3O_8$  преобразуется в  $UF_6$  для последующего обогащения, а также заводом по производству топлива в Онтарио, который выпускает топливные сборки для реакторов CANDU с тяжелой водой. Акции компании Cameco торгуются на биржах Нью-Йоркской (NYSE: CCI) и Торонтской (TSX: CCO) фондовых биржах. Рыночная капитализация составляет около \$19 млрд по состоянию на апрель 2025 года. В конце 2022 года Cameco объявила о стратегической сделке по приобретению 49% доли в Westinghouse Electric (совместно с Brookfield Renewable Partners). Westinghouse — один из мировых лидеров в области ядерных технологий, включая проектирование, обслуживание и топливо для реакторов. Сделка, завершённая в 2023 году, значительно расширила глобальное присутствие Cameco в сегменте ядерных услуг и подтвердила её курс на трансформацию в интегрированного поставщика решений для ядерной энергетики мирового уровня.

### Акционерное общество "Национальная атомная компания "Казатомпром"

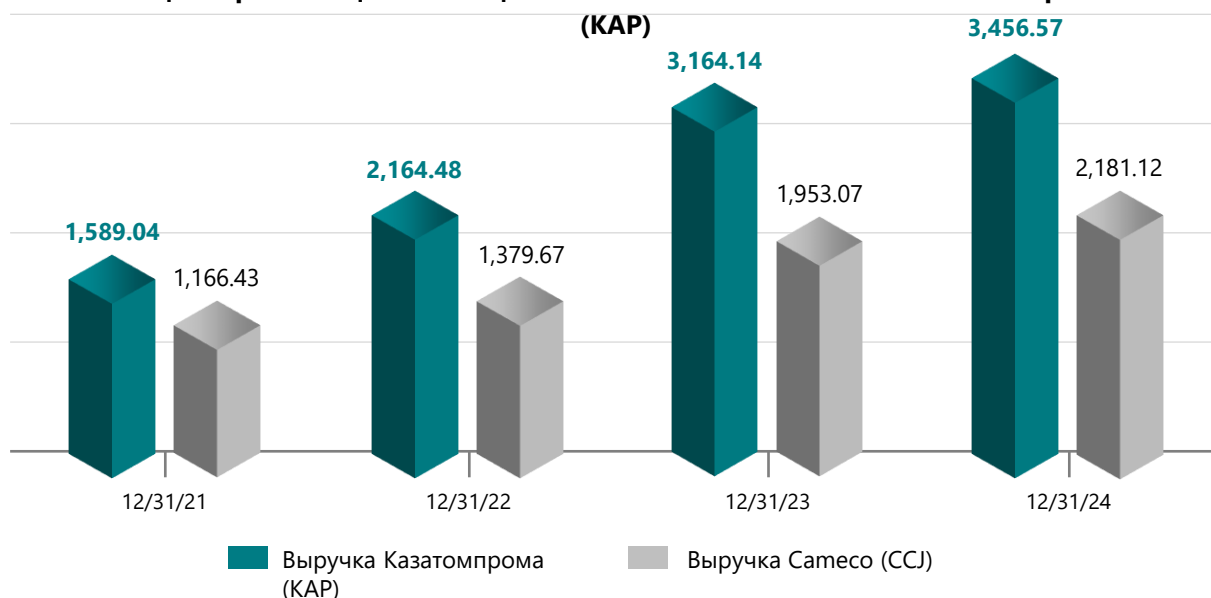


Рисунок 3: Выручка (в долларах США) компании Казатомпром и Cameco за последние 4 года.



Флагманские урановые операции Cameco сосредоточены в бассейне Атабаска на севере Саскачевана – регионе с самыми богатыми урановыми рудами в мире. Основные производственные активы включают:

- **Шахта Cigar Lake (Канада):** Cameco владеет 54,5% и является оператором проекта совместно с партнерами Orano, TEPCO, Idemitsu. В 2022 году шахта стала крупнейшей одиночной урановой шахтой в мире, произведя 6 928 тонн урана (примерно 18 млн фунтов  $U_3O_8$ ). Доля Cameco в производстве 2022 года составила около 9,3 млн фунтов. Содержание урана в руде - 15% в среднем - делает месторождение исключительно продуктивным, однако требует особых инженерных решений из-за водопритока и радиационных рисков. Добыча временно приостанавливалась в 2020 году на фоне пандемии, но с тех пор шахта работает в штатном режиме.
- **Шахта McArthur River и завод Key Lake (Канада):** Cameco владеет 69,8% в McArthur River, еще одном крупном проекте в партнерстве с Orano. До 2018 года McArthur River была крупнейшей шахтой в мире, когда Cameco приостановила ее работу из-за низких цен. После четырех лет в режиме обслуживания шахта возобновила производство в конце 2022 года, а первый упакованный уран появился в начале 2023 года. Рудное тело здесь имеет еще более высокое содержание - около 20% урана). Руда с McArthur River перерабатывается на заводе Key Lake. К 2024 году McArthur River/Key Lake опередили график, что позволило Cameco увеличить производство на 33% до 23,4 млн фунтов  $U_3O_8$  в 2024 году. Планируемая годовая мощность составляет 25 млн фунтов (100% основа) к 2024–2025 годам.

Также у Cameco есть несколько менее крупных операций:

- **СП Инкай (Казахстан):** Cameco владеет 40% в совместном предприятии с Казатомпромом (60%). Месторождение Инкай расположено в ураноносном бассейне Чу-Сарысу и разрабатывается методом in-situ выщелачивания (ISR). В 2022 году добыто 3 800 тонн урана, из которых на долю Cameco пришлось около 1 280 т (~2,8 млн фунтов  $U_3O_8$ ). СП стабильно работает, а лицензия действует до 2045 года. **Операции ISR в США:** Cameco владеет проектами Smith Ranch-Highland в Вайоминге и Crow Butte в Небраске, однако их работа приостановлена из-за более высоких издержек. Эти активы сохраняются в резерве и могут быть вновь активированы при дальнейшем росте цен.

Завод в Порт-Хоуп в Канаде — один из немногих в западном мире заводов по конверсии урана с производственной мощностью ~12 500 т  $UF_6$  в год. Также в Канаде расположено подразделение по выпуску топливных сборок для тяжеловодных реакторов CANDU (бывший Zircatec), что дополняет вертикальную интеграцию бизнеса. Эти операции в нижней части топливного цикла дополняют сегмент добычи, обеспечивая стабильность доходов (цены на конверсию выросли на фоне опасений по поводу поставок из России). С учетом приобретения 49% доли в Westinghouse Electric в 2023 году (совместно с Brookfield Renewable), Cameco получила выход на глобальный рынок услуг по проектированию и обслуживанию ядерных реакторов, а также расширила участие в производстве топлива для легководных реакторов. Таким образом, компания охватывает практически весь фронт-энд ядерного топливного цикла — от добычи руды и конверсии до изготовления топлива и инженерной поддержки АЭС.

Cameco продемонстрировала стратегическую дисциплину в 2016–2020 гг., добровольно сократив производство в период избытка предложения. Это помогло сократить избыточные запасы и сейчас обеспечивает выгоду на фоне дефицита спроса и предложения. В 2022 году Cameco заключила рекордные долгосрочные контракты на поставку 80 млн фунтов урана, что сигнализирует о высоком спросе со стороны коммунальных предприятий на надежные поставки. Компания планирует сохранять стратегию продажи значительной части своей продукции по долгосрочным соглашениям с рыночной индексацией, одновременно сохраняя гибкость для получения выгоды от спотового роста цен.



## CGN Mining (Китай/Гонконг)

CGN Mining Company Ltd. — компания, зарегистрированная на Гонконгской бирже (HKEX: 1164), созданная в 2014 году как зарубежное подразделение по урановым ресурсам China General Nuclear (CGN). CGN — одна из двух крупнейших государственных ядерных корпораций Китая (вторая — CNNC), управляющая десятками ядерных реакторов в Китае. Миссия CGN Mining заключается в обеспечении upstream-урановых ресурсов и поставке топлива для парка реакторов CGN и расширения ядерной энергетики Китая. Компания в основном принадлежит CGN Uranium Resources Co., дочерней компании CGN, и имеет небольшой свободный оборот акций в Гонконге. С учетом быстрого роста ядерной энергетики Китая (в настоящее время работает 55 реакторов, более 20 строятся), CGN Mining играет стратегическую роль в обеспечении безопасности поставок урана для Китая. По состоянию на апрель 2025 года рыночная капитализация CGN Mining составляет около 11,3 млрд гонконгских долларов, что эквивалентно примерно 1,4–1,5 млрд долларов США, и торгуется с форвардным P/E ~15, что отражает ее позицию как нишевого, но растущего игрока.

CGN Mining уникальна по сравнению с Казатомпромом и Самесо тем, что в первую очередь является компанией по торговле и инвестициям в уран, а не оператором крупных шахт. Ее бизнес-сегменты включают торговлю природным ураном, инвестиции в недвижимость и прочие инвестиции. Основной сегмент — торговля ураном, которая включает закупку урана (через соглашения о закупке, совместные предприятия и рыночные покупки) и продажу конечным потребителям (в основном для реакторов CGN или других китайских коммунальных предприятий). В последние годы CGN Mining сделала стратегические инвестиции для приобретения долей в урановых проектах по всему миру:

В Казахстане CGN Mining сотрудничает с Казатомпромом. В 2021 году CGN Mining приобрела 49% в Ortalyk LLP Казатомпрома (владеет шахтами Центральный Мынкудук и Жалпак), что дало CGN прямое участие в этих действующих шахтах с выщелачиванием in-situ и обеспечило долгосрочный поток поставок. В 2014–2015 годах CGN через дочернюю компанию приобрела 49% в СП Semizbai-U (с Казатомпромом), которое управляет шахтами Иркол и Семизбай с выщелачиванием in-situ. Эти сделки являются частью более широкого китайско-казахстанского ядерного сотрудничества, в рамках которого китайские компании получили доли в казахстанской добыче урана в обмен на инвестиции Китая в проекты топливного цикла Казахстана. В результате Казатомпром стал незаменимым для китайского рынка, поставляя две трети импортируемого Китаем природного урана. По оценкам, CGN и CNNC имеют права на значительную часть (возможно, 60%) будущей добычи урана в Казахстане через такие совместные предприятия.

В Африке CGN (материнская компания через дочерние структуры) приобрела контрольный пакет акций шахты Хусаб в Намибии — одной из крупнейших урановых шахт в мире, начавшей производство в 2016 году. Хусаб управляется Swakor Uranium (доля CGN ~90%). Хотя CGN Mining Ltd (гонконгская структура) может не владеть Хусаб напрямую, портфель CGN включает эту шахту, и CGN Mining может участвовать в торговле ее продукцией. Хусаб произвел ~3358 тонн урана в 2022 году (7% мировой добычи), что сделало Намибию третьим по величине производителем в мире.

В Канаде CGN Mining владеет 11,3% акций Fission Uranium Corp., канадской компании по разведке, разрабатывающей урановый проект Patterson Lake South («Triple R»). Эта доля, приобретенная в 2016 году, дала CGN доступ к высокосортному канадскому месторождению. Однако участие CGN в канадском уране столкнулось с проблемами: в конце 2022 года Fission согласилась на поглощение Uranium Energy Corp (через ее дочернюю компанию, австралийскую Paladin Energy), и канадское правительство инициировало проверку национальной безопасности из-за китайской (CGN) доли в Fission. Этот случай иллюстрирует ограничения и чувствительность к китайским инвестициям в западные ядерные активы.

С точки зрения операций, сегмент торговли природным ураном CGN Mining быстро растет. Данные о продажах показывают, что доходы от торговли ураном выросли с 3,65 млрд гонконгских долларов в 2022 году до 7,36 млрд в 2023 году, что отражает рост цен на уран и объемов закупок. Компания фактически выступает в роли закупочного подразделения CGN: она получает уран из своих совместных предприятий (Семизбай, Орталык в Казахстане и, возможно, через соглашения о закупке с Хусаб через группу CGN), а также на открытом рынке, затем поставляет его для удовлетворения топливных потребностей электростанций CGN. Структура затрат и прибыль CGN Mining зависят от разницы в ценах на уран и условий долгосрочных контрактов на поставку. Компания обычно заключает долгосрочные соглашения о закупке — например, у нее есть контракты с Казатомпромом на фиксированную долю производства с определенных шахт.



CGN Mining также занимается арендой недвижимости (владеет некоторыми инвестиционными объектами в Китае, что составляет очень малую часть доходов) и другими инвестициями (которые могут включать ее доли в горнодобывающих компаниях). С учетом прогноза значительного роста ядерной генерации в Китае (Китай стремится достичь 70 ГВт ядерной мощности к 2035 году, по сравнению с ~55 ГВт сейчас), CGN Mining позиционируется как канал для импорта необходимого урана. Она, по сути, расширяет цепочку поставок ядерного топлива Китая за рубеж, дополняя усилия CNNC (включая добычу урана в Китае и другие зарубежные проекты). Поддержка государственной материнской компании обеспечивает CGN Mining финансовую стабильность и доступ к крупным клиентам, хотя это также означает, что ее успех тесно связан с политикой Китая и международными торговыми отношениями.

## Анализ операционной деятельности

В этом разделе мы подробно анализируем операции Казатомпрома, Cameco и CGN Mining, сравнивая их объемы производства, структуры затрат и роли в ядерном топливном цикле.

Объем производства и мощность: Казатомпром значительно опережает по объемам производства урана. В 2023 году его доля производства составила около 21,1 млн фунтов  $U_3O_8$  (~21 112 тонн урана), а в 2024 году она увеличилась до более чем 27 млн фунтов (~23 270 т урана) по мере наращивания объемов. Такой масштаб — более чем в 2 раза превышающий производство Cameco — дает Казатомпрому значительное влияние на мировое предложение. Компания управляет примерно 26 шахтами с выщелачиванием in-situ (ISR), объединенными в 13 добывающих активов, с гибкостью для относительно быстрого регулирования производства (операции ISR можно масштабировать, добавляя или останавливая скважины). Производство Cameco, напротив, было ниже в 2018–2022 годах из-за стратегических остановок. После возобновления работы McArthur River Cameco произвела 23,4 млн фунтов в 2024 году (около 10 600 т урана), по сравнению с ~17,6 млн фунтов в 2023 году. Производственная мощность Cameco (100% основа) составляет около 30 млн фунтов в год (если Cigar Lake и McArthur работают на полную мощность), но Cameco также продает часть урана других производителей (закупая на спотовом рынке для выполнения контрактов) в дополнение к собственному производству. Долю производства CGN Mining сложнее точно определить — через доли в СП она имеет права на несколько миллионов фунтов в год (например, 49% от ~1000 т урана Semizbai-U, 49% от ~1600 т урана Ortalyk и т.д.), но как торговая компания она может обрабатывать гораздо большие объемы. В 2022 году CGN Mining сообщила об объеме торговли ураном, который принес 7,36 млрд гонконгских долларов. При средней цене ~\$50/фунт это означает примерно 19–20 млн фунтов, что сопоставимо с производством Cameco. Это указывает на то, что CGN Mining не является мелким игроком по объемам, эффективно перемещая значительные количества урана из Казахстана (и, возможно, Намибии) в Китай. Однако, в отличие от Казатомпрома и Cameco, оперативный контроль CGN над шахтами ограничен миноритарными долями в СП.

Структура затрат: Казатомпром имеет самые низкие производственные затраты среди трех компаний благодаря ISR-добыче в регионе с простой геологией и высокой проницаемостью. Сообщается, что денежные затраты на ISR-операции в Казахстане составляют порядка \$10–15 за фунт или ниже, что позволило Казатомпрому оставаться прибыльным даже в период низких цен в 2016–2017 годах. Метод 100% ISR также обеспечивает более низкие капитальные и восстановительные затраты. Шахты Cameco в Канаде, несмотря на чрезвычайно высокое содержание урана, имеют более высокие удельные затраты из-за дорогой подземной добычи, удаленного расположения и интенсивной переработки (например, замораживание грунта на Cigar Lake для предотвращения притока воды). Когда McArthur и Cigar Lake были приостановлены или работали на сниженной мощности, удельные затраты Cameco на фунт увеличивались. Однако при полной производительности эти активы первого уровня остаются относительно низкозатратными (McArthur River исторически имела денежные затраты менее \$20/фунт). Полные устойчивые затраты Cameco (включая роялти, затраты на простой и т.д.) в последние годы составляли \$25–35/фунт, что выше, чем у Казатомпрома, но конкурентоспособно среди мировых производителей. Затраты на продажи CGN Mining зависят от цен закупок у партнеров. Закупая у шахт СП по себестоимости плюс согласованная маржа, CGN обеспечивает стабильность затрат. Казахстанский ISR-уран, вероятно, обеспечивает низкие затраты CGN — например, производство Semizbai и Ortalyk, поставляемое CGN, может составлять около \$20/фунт или меньше. Прибыль CGN от торговли затем формируется за счет продажи по рыночной цене, которая в 2022–2023 годах росла. Мы можем оценить валовую маржу CGN по сегментам: в 2022 году доход от торговли ураном составил 3,65 млрд гонконгских долларов с затратами на продажи, вероятно, ~3,3 млрд гонконгских долларов (предполагая ~10% валовую маржу), тогда как в 2023 году более высокие цены, вероятно, увеличили маржу. Как структура, связанная с государством, CGN Mining может отдавать приоритет безопасности поставок над максимизацией прибыли за фунт.



Интеграция в топливный цикл: Каждая компания занимает разные позиции в ядерном топливном цикле. Казатомпром сосредоточен на начальном этапе (добыча) с движением в сторону производства топлива (завод Ульба-FA) в партнерстве с Китаем. Он не занимается обогащением — в Казахстане нет обогатительных заводов; вместо этого Казатомпром отправляет  $U_3O_8$  на конвертеры, часто в Россию или Канаду, а затем на обогатительные предприятия, в основном в Россию или западные предприятия для своих клиентов. Cameco более интегрирована: она занимается добычей, конверсией ( $UF_6$  на заводе в Порт-Хоуп) и производством топлива (топливо для CANDU и теперь половина владения глобальными услугами Westinghouse по производству топлива). Cameco также косвенно участвует в обогащении через партнерство с Urenco для маркетинга обогащенного урана в Северной Америке и через свою предыдущую долю в предприятии Global Laser Enrichment (лицензирование технологии обогащения, хотя этот проект приостановлен). CGN Mining, будучи, по сути, поставщиком CGN Power, является частью полностью интегрированной государственной цепочки поставок: она закупает  $U_3O_8$ , который отправляется в Китай для конверсии (в Китае есть мощности по конверсии) и обогащения (CGN использует услуги обогащения CNNC или свои собственные). Затем CGN изготавливает топливо для своих реакторов. Таким образом, роль CGN Mining — это upstream-приобретение и поставка урана — более узкая специализация, но критически важная для питания последующих этапов, которые покрывает ее материнская компания CGN.

## Операционные сильные стороны и вызовы



**Казатомпром:** Сильные стороны включают огромную ресурсную базу (более 50 известных месторождений в Казахстане), масштабируемые операции ISR и низкие операционные затраты. Компания обладает гибкостью для относительно быстрого увеличения производства за счет разработки новых скважин (с учетом времени подготовки скважин ~1 год). Проблема для Казатомпрома в том, что все производство сосредоточено в одной стране — геополитические или локальные сбои могут одновременно повлиять на все операции. Гражданские волнения в Казахстане в январе 2022 года и последующее вторжение России в Украину вызвали вопросы о маршрутах поставок Казатомпрома (исторически через Санкт-Петербург). Еще одной операционной проблемой является поставка серной кислоты, которая является ключевым реагентом для выщелачивания ISR. Любой дефицит или проблемы с транспортировкой кислоты могут ограничить производство урана. Казатомпром смягчил это, обеспечив кислоту от отечественных и российских источников и даже рассматривая возможность строительства кислотных заводов на месте. Кроме того, по мере истощения ISR-месторождений продуктивность скважин может снижаться и Казатомпрому необходимо постоянно разведывать и разрабатывать новые скважины для поддержания объемов. Согласно WNA, в Казахстане нет отечественного обогащения, поэтому Казатомпром стремится повысить ценность за счет производства топлива и, возможно, услуг по конверсии, но эти проекты все еще наращивают мощности.



**Cameco:** Главная сильная сторона — качество активов. McArthur River и Cigar Lake — это шахты первого уровня с большими запасами и непревзойденным содержанием урана — они могут быть прибыльными при ценах значительно ниже, чем большинство шахт в мире. Cameco также имеет диверсифицированный продуктовый портфель (топливо  $UO_2$ , конверсия  $UF_6$ ) и расположена в геополитически стабильной стране, что делает ее предпочтительным поставщиком для западных коммунальных предприятий, ищущих безопасность поставок вне России. Проблема в том, что производство Cameco сильно сосредоточено на двух шахтах в бассейне Атабаска; любая техническая проблема, например приток воды (Cigar Lake пережила наводнения в 2006 и 2008 годах) или задержки в наращивании мощностей завода Key Lake может значительно снизить производство. Например, незапланированное техническое обслуживание на Cigar Lake или медленное наращивание на McArthur может вынудить Cameco закупать уран на рынке для выполнения обязательств по поставкам, что может снизить маржу, если спотовые цены высоки. Шахты Cameco в США (ISR) и Rabbit Lake находятся в режиме обслуживания — это потенциал для роста при перезапуске, но они имеют более высокие затраты и потребуют более благоприятной ценовой среды. Еще одним фактором является то, что возможности Cameco в обогащении и производстве топлива (помимо топлива для CANDU) были ограничены — приобретение Westinghouse частично решает эту проблему, но интеграция будет ключевой.



Самесо также подвержена колебаниям валютных курсов, тк многие контракты в долларах США, затраты в канадских долларах, что требует строгого контроля безопасности/экологии, учитывая высокую радиоактивность ее руд. Безопасность работников и защита окружающей среды на ее объектах имеют первостепенное значение, и любой сбой может поставить под угрозу операции.



**CGN Mining:** Сильная сторона компании заключается в поддержке крупного конечного потребителя (CGN) и китайского правительства, что означает гарантированный спрос и финансовую поддержку. Она смогла инвестировать по всему миру (Казахстан, Канада и т.д.), чтобы обеспечить долгосрочные поставки. Модель торговли с низкими активами позволяет CGN Mining держать накладные расходы на низком уровне (всего ~27 сотрудников), фактически передавая операции по добыче партнерам. Одна из проблем — зависимость от партнеров: CGN Mining полагается на Казатомпром и других для фактического производства урана. Если эти партнеры работают недостаточно эффективно или возникают политические проблемы (например, если Казахстан перераспределит поставки или санкции нарушат логистику), CGN Mining может столкнуться с нехваткой поставок. Еще одна проблема в том, что как структура, связанная с Китаем, она сталкивается с регуляторным контролем или ограничениями при попытке приобрести активы в некоторых странах (как видно из проверки Канадой сделки с Fission и предыдущего блокирования китайских фирм в канадских проектах по литию/редкоземельным металлам). Это может ограничить возможности расширения CGN в некоторых западных юрисдикциях. Операционно CGN Mining должна управлять ценовыми рисками — она фактически принимает на себя риски по запасам и контрактам, балансируя между закупкой урана (спотовый рынок против долгосрочных контрактов) и своими фиксированными обязательствами по поставкам для китайских реакторов. Резкие колебания цен могут повлиять на ее торговую маржу, если они не хеджируются или не управляются через контракты. Однако, будучи частью сквозного топливного цикла в Китае (с государственным обогащением и производством топлива), CGN Mining в некоторой степени защищена от волатильности спотовых цен — ее цель заключается в обеспечении поставок по разумной стоимости, а не в спекулятивной прибыли.

## Почему у Самесо рыночная капитализация в два раза больше, чем у Казатомпрома?

Самесо, несмотря на меньшие объемы производства и продаж урана по сравнению с Казатомпромом, имеет более высокую рыночную капитализацию благодаря нескольким факторам, которые инвесторы ценят выше, чем чистый объем производства. Самесо выигрывает за счет более низкого воспринимаемого геополитического и операционного риска при работе в Канаде по сравнению с Казахстаном, диверсификацию своего бизнеса через долю в Westinghouse, наличия более сильных перспектив будущего роста благодаря перезапуску шахт и растущему спросу на уран на Западе. Компания также предлагает большую ликвидность и доступ для инвесторов через крупные североамериканские биржи. Несмотря на лидирующие позиции Казатомпрома по объемам производства, издержкам и марже EBITDA, его сравнительные преимущества нивелируются геополитическими рисками, ограниченной географической диверсификацией и низкой ликвидностью акций. Эти факторы побуждают инвесторов присваивать премиальную оценку Самесо как более доступному и диверсифицированному игроку.



TENIZ CAPITAL  
INVESTMENT BANKING

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. Аль-Фараби, д.34,  
Almaty Financial District, 4 этаж

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

email: [media@tenizcap.kz](mailto:media@tenizcap.kz) | [tenizcap.kz](http://tenizcap.kz)  
+7 727 355 37 22 (вн. 509)  
**+7 771 722 7951 WhatsApp**

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ  
[ib@tenizcap.kz](mailto:ib@tenizcap.kz)

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ  
[sales@tenizcap.kz](mailto:sales@tenizcap.kz)