

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****ADT Inc (ADT)**Потенциал роста: **25%**Целевая цена: **\$23,7**Диапазон размещения: **\$17-19****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | обеспечение безопасности

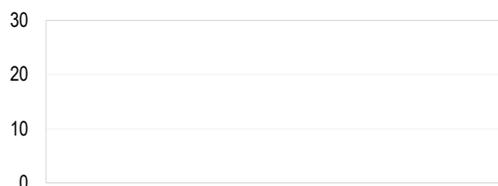
обзор перед IPO

**IPO ADT: ставка на стабильную безопасность**

Выручка, 2016 (млн USD)	<b>2 950</b>
EBIT, 2016 (млн USD)	<b>(229)</b>
Чистая прибыль, 2016 (млн USD)	<b>(295)</b>
Чистый долг (млн USD)	<b>9 419</b>

P/E, 9M17 (x)	—
P/BV, 9M17 (x)	<b>4,9x</b>
EV/S, 9M17(x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	<b>12%</b>
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	<b>6%</b>

Капитализация IPO (млрд USD)	<b>13,5</b>
Акции после IPO (млн шт)	<b>755,4</b>
Акции к размещению (млн шт)	<b>111,11</b>
Объем IPO, (млн USD)	<b>2 000</b>
Минимальная цена IPO (USD)	<b>17</b>
Максимальная цена IPO (USD)	<b>19</b>
Целевая цена (USD)	<b>23,7</b>

Динамика акций | биржа/тикер **NYSE/ADT**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—



**19 января лидер этого сегмента в США, компания ADT планирует разместить на NYSE 111 млн акций под тикером ADT по цене от \$17 до \$19, что означает привлечение до \$2 млрд. Полученные средства компания планирует потратить на погашение задолженности, а также на инвестиции в рост.**

**1/3 рынка США и потенциал роста на рынке в \$27 млрд.**

Корпорация является единоличным лидером рынка с долей 25% и приближается к захвату 30% рынка США, что в 5 раз больше, чем ближайший конкурент. Помимо США, так предоставляет свои услуги на территории Канады. Рынок услуг "smart home" к 2020 году может составить \$63 млрд. А расходы на конечные точки 'IoT' достигнут \$2,9 трлн.

**Стабильность доходов.** Более 90% доходов ADT это ежемесячные платежи по фиксированным контрактам, которые обычно заключаются на срок от 3 до 5 лет, при этом средний срок пребывания клиента превышает первоначальный контрактный срок. У ADT есть 10 центров мониторинга в Северной Америке, что больше чем у ближайших конкурентов.

**Стабильный cash flow, растущая маржа и снижение CapEx.**

Сильные и стабильные операционные денежные потоки позволяют обслуживать значительный по размерам долг. Маржа EBITDA с учетом всех денежных доходов выросла с 14% в 2015 до 49% по результатам за 9 месяцев 2017 года. За 2 года EBITDA выросла на \$1,5 млрд. При этом убыток объективно сокращается. Чистый убыток за 2016 год составил \$536 млн, тогда за 2015 год он был равен \$54,2 млн.

**Комфортная оценка вырисовывает потенциал в 25%.**

Наша модель с учетом планов ADT и отраслевых показателей «здоровых» и зрелых компаний в отрасли безопасности проецирует целевую цену в \$23,7 при оценке в \$17,9 млрд.

Абдикаримов Ерлан

Директор Департамента финансового анализа  
(+7) 727 311 10 64 (614) | [abdikarimov@ffin.kz](mailto:abdikarimov@ffin.kz)

## ADT Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD					Балансовый отчет, млн USD				
	2015	2016	9M17	12M		2015	2016	9M17	
<b>Выручка</b>	<b>312</b>	<b>2 950</b>	<b>3 210</b>	<b>4 261</b>	Наличность	43	91	175	
Себестоимость (без амортиз.)	149	693	658	886	Дебиторская задолженность	72	135	134	
<b>Валовая прибыль</b>	<b>163</b>	<b>2 256</b>	<b>2 552</b>	<b>3 375</b>	Запасы	13	90	86	
SG&A	84	859	923	1 221	Прочие краткосрочные активы	15	73	98	
Прочие расходы	35	394	54	77	<b>Текущие активы</b>	<b>142</b>	<b>388</b>	<b>493</b>	
Амортизация	84	1 233	1 387	1 815	Основные средства	35	343	343	
<b>ЕБИТ</b>	<b>(40)</b>	<b>(229)</b>	<b>187</b>	<b>262</b>	Прочие долгосрочные активы	2 143	16 445	16 252	
Амортизация	84	1 233	1 387	1 815	<b>Сумма активов</b>	<b>2 320</b>	<b>17 176</b>	<b>17 087</b>	
<b>ЕБИТДА</b>	<b>44</b>	<b>1 004</b>	<b>1 575</b>	<b>2 077</b>	Кредиторские обязательства	21	212	200	
Процентные расходы	(45)	(521)	(554)	0	Начисленные обязательства	65	287	399	
Прочие доход/расходы	0	(52)	32	0	Текущая часть ДС долга	17	40	44	
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(85)</b>	<b>(803)</b>	<b>(334)</b>	<b>262</b>	Отложенная выручка	69	313	315	
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(54)</b>	<b>(537)</b>	<b>(295)</b>	<b>(380)</b>	Прочие	0	0	0	
					<b>Текущие обязательства</b>	<b>172</b>	<b>853</b>	<b>958</b>	
					ДС долг	1 330	9 470	10 130	
					Финансовая аренда	0	0	0	
					Прочие долгосрочные обязательства	115	3 049	3 202	
					<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>1 445</b>	<b>12 519</b>	<b>13 332</b>	
					<b>Привилегированные акции</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
					<b>Собственный капитал</b>	<b>703</b>	<b>3 805</b>	<b>2 797</b>	
					<b>Обязательства и капитал</b>	<b>2 320</b>	<b>17 176</b>	<b>17 087</b>	
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>1П16</b>	<b>1П17</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>9M17</b>	
Темпы роста выручки	-	847%	-	33%	Маржа NOPLAT, %	-3%	1%	9%	
Темпы роста EBITDA	-	-	-	32%	ИСТО, x	0,2x	0,2x	0,3x	
Темпы роста EBIT	-	-	-	40%	АИСТО, x	-	-	-	
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	40%	ROIC, %	-	-2%	12%	
Темпы роста инвест-го капитала	-	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-48%	-24%	-21%	
Валовая маржа	52%	76%	79%	79%	Операционные издержки/выручка, %	-113%	-108%	-94%	
EBITDA маржа	14%	34%	49%	49%	WCTO, x	-	-	-	
EBIT маржа	-13%	-8%	6%	6%	FATO, x	8,9x	8,6x	9,4x	
NOPLAT маржа	-3%	1%	22%	9%					
Маржа чистой прибыли	-17%	-18%	-9%	-9%					
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>9M16</b>	<b>9M17</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>9M17</b>	
<b>CFO</b>	<b>2</b>	<b>618</b>	<b>382</b>	<b>1 262</b>	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-	
D&A	84	1 233	1 387		Текущая ликвидность, x	0,8x	0,5x	0,5x	
					Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
<b>CFI</b>	<b>0</b>	<b>(407)</b>	<b>(9 063)</b>	<b>(1 038)</b>	Долг/активы, %	58%	55%	60%	
CapEx	(4)	(78)	(51)	(103)	Долг/собственные средства, x	-	-	-	
					Долг/IC, %	0,7x	0,7x	0,8x	
<b>CFF</b>	<b>2 076</b>	<b>8 829</b>	<b>8 829</b>	<b>(130)</b>	Собственные средства/активы, %	-	-	-	
					Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
<b>Денежный поток</b>	<b>2 078</b>	<b>9 039</b>	<b>148</b>	<b>95</b>					
Наличность на начало года	0	16	16	76					
Наличность на конец года	16	76	163	171					
<b>Справочные данные</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>9M16</b>	<b>9M17</b>	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>9M17</b>	<b>IPO</b>
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-	P/B, x	-	-	-	4,9x
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-	P/E, x	-	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-	P/S, x	-	-	-	4,2x
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-	EV/S, x	-	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	4	78	51	103					
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-					
Реинвестиции, USD	-	-	-	-					
BV, USD	703	3 805	-	2 797					
Инвестированный капитал	1 990	13 184	-	12 752					
EPS, USD на акцию	-	-	-	-					

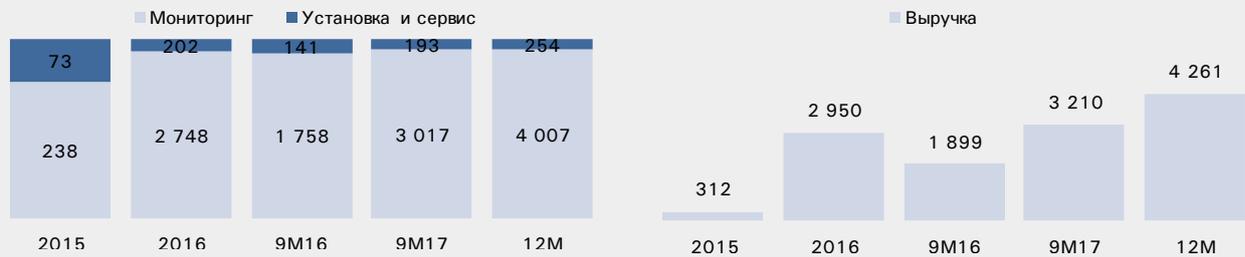
## ADT Inc: ключевые цифры

### География и ключевые данные

Филиалы: 200 +  
 Центры мониторинга: 12  
 Клиенты: 7,2 млн  
 Число сервисных визитов: 2 млн  
 Число сотрудников: 18 тыс  
 Техперсонал: 4,6 тыс



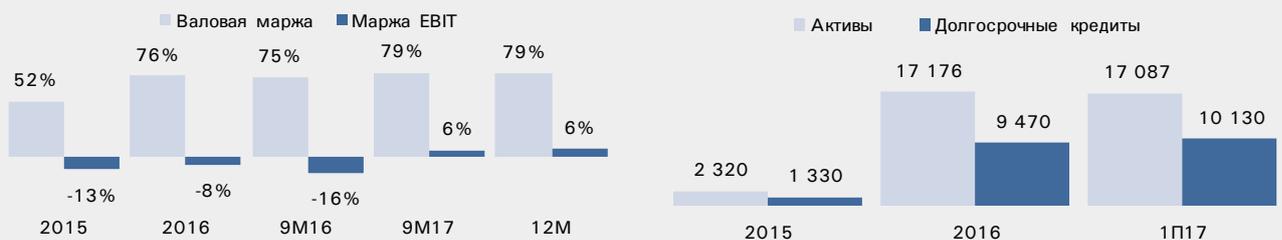
### Выручка и ее структура



### Операционная прибыль и денежный поток



### Маржа и активы



## ADT Inc: ключевые факты

---

**Первичное размещение.** Безопасность является незаметной, но одной из базовых потребностей современного мира. Лидер этого сегмента в США, компания ADT планирует предложить на Нью-Йоркской фондовой бирже 111,1 млн акций под тикером ADT по цене от \$17 до \$19, что означает привлечение до \$2,4 млрд. Полученные средства компания планирует потратить на погашение задолженности, а также инвестиции в рост.

**Большая история.** Корпорация ADT – американская корпорация, которая обеспечивает удаленную защиту жилых и малых предприятий, противопожарную систему и другие связанные с ними службы мониторинга в 35 странах. Корпорация начала свой в далекий путь в 1874 с телеграфных систем, что помогло выбрать вектор направления бизнеса – система безопасности. В начале 1900-х годов, корпорация предоставила круглосуточную службу мониторинга сигналов тревог от клиентов. В 1969 году, корпорация ADT впервые вышла на Нью-Йоркскую биржу, а президент корпорации Лоуренс Дж. О'Брайен купил первые 100 акций ADT. Корпорация ADT вела успешно свой бизнес, преодолев «Великую Американскую депрессию» и в 1997 году была приобретена компанией «Tyco International» за счет заемных средств.

**Повторный выход в 2010-х годах.** В 2010 году была запущена программа «ADT Pulse», что позволяло клиентам корпорации управлять системой безопасности, климат системой, небольшой техникой с ноутбука и смартфона. В 2012 году, после разделения, корпорация ADT вновь вышла на Нью-Йоркскую биржу и торговалась до 2016 года (максимальная цена за этот период 42\$).

**Под управлением Apollo с 2016 года.** В 2016 году, была приобретена частной акционерной компанией Apollo Global Management за 6,9 млрд долл за счет заемных средств. AGM имеет свой портфель, активы которых равны 232 млрд долл.

**Основные продукты и услуги.** ADT производит и обслуживает разнообразные системы охраны для зданий, спринклерные системы пожаротушения, сигнализации для авто, разнообразные датчики, элементы умного дома и т. д. У компании большой портфель продуктов: от профессиональных противопожарных систем за \$4 тыс. и более до недорогих «базовых» комплектов за \$28 для охраны дома. Медицинская система оповещения – ADT Health – предоставляет собой приставку, кнопку тревоги (которую можно носить с собой) – позволяет вызвать помощь, находясь в любом месте.

**В этом году ADT предоставит клиентам новый продукт в области кибербезопасности для домов и малых и средних предприятий.** Партнером выступит компания Symantec's Norton Core (Symantec – компания по разработке программного обеспечения в области информационной безопасности и защиты информации. Расположена в Купертино, Калифорния. Является одним из мировых лидеров в области производства программного обеспечения для ПК и центров обработки данных).

## 90% доходов – это контракты более чем на 3 года...

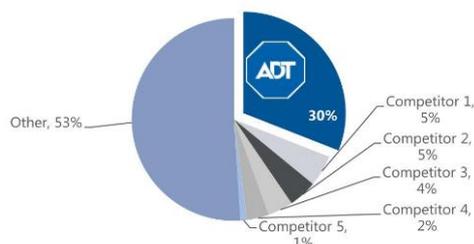
**Доходы от контрактов и возобновляемые доходы.** Более 90% доходов ADT это ежемесячные платежи по фиксированным контрактам, которые обычно заключаются на срок от 3 до 5 лет, при этом средний срок пребывания клиента превышает первоначальный контрактный срок. У ADT есть 10 центров мониторинга в Северной Америке, что больше чем у ближайших конкурентов.

**Низкий отток существующих клиентов.** Для корпорации, которая сильно привязана к розничным клиентам, она имеет очень низкий процент оттока клиентов – 13,9% (в мае 2016 года этот показатель составлял – 16,2%). Сокращение каждого процента, позволяет компании сохранить денежный поток в \$100 млн долл.

**Индустрия безопасности устойчива к рецессиям в экономике.** В ходе рецессий начала 2000-х и в 2008-2009 гг отрасль в целом росла со скоростью CAGR 12% и 3% соответственно.

## 1/3 рынка США и потенциал роста на рынке в \$27 млрд

Доля рынка “Residential” ADT по итогам 2017 года



**Текущий и потенциальный рынок.** Корпорация является единоличным лидером рынка “residential” с долей 25% и приближается к захвату 30% рынка США, что в 5 раз больше, чем ближайший конкурент. Помимо США, так предоставляет свои услуги на территории Канады. Предоставляет свои услуги не только напрямую, но и через дилеров, подписывая с ними контракты.

Объединение с ASG и Protection 1 положительно отразилось на доходах ADT, это позволило им нарастить базу до 8 млн клиентов (с учетом повышения стоимости контрактов на услуги). Компания ежегодно обрабатывает 15 млн сигналов тревог.

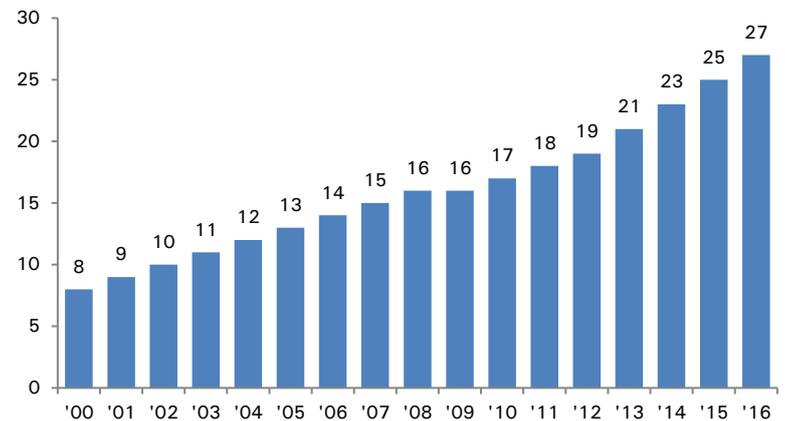
Инвесторы «приписывают» корпорацию к категории «умный дом», рынок которого может составить 63 млрд долл. Рынок растет высокими темпами роста уже более 15 лет. Драйвером роста этого рынка выступает растущий спрос на системы безопасности, удаленный мониторинг и рост урбанизации городов и возможность управления через интернет. Согласно отчету Gartner, опубликованному в 2017 году к 2020 году по всему миру будет использоваться 20,4 млрд устройств «интернета вещей». Расходы на бизнес-расходы составляют 57% от общих расходов на IoT в 2017 году. По прогнозам, к концу 2020 года расходы на конечные точки IoT достигнут \$2,9 трлн.

**Потенциальная конкуренты: телекомы и технологические компании.**

Так же возможно в будущем компании предоставляющие услуги кабельного телевидения (имея огромную базу клиентов) могут составить конкуренцию, предоставив своим клиентам единый контракт, который будет включать возможности подключения услуг кабельного и систем безопасности в одном контракте. Рисками для компании является появление новых сильных конкурентов в лице технологических гигантов, таких как Amazon.com Inc. (AMZN,

NASDAQ), Alphabet Inc. (GOOG, NASDAQ) и Apple Inc. (AAPL, NASDAQ). Они создают собственные экосистемы умного дома и офисных голосовых помощников, которые в будущем будут получать дополнительные функции обеспечения безопасности.

**График 1. Выручка рынка безопасности США, млрд USD**



Источник: данные компании

## Кейсы ADT: Google Nest и сотрудничество с Samsung

**Использование фактора «сети»: сотрудничество с Nest.** В январе 2014 года Google приобрел компанию Nest за \$3,2 млрд при мультипликаторе P/S равном 10x, после чего проект имел 18 нерезультативных месяцев. Ситуация изменилась, когда Google Nest инициировал партнерство с ADT, благодаря чему беспроводные термостаты Nest и дымовые сигнализаторы стали подключаться к платформе Pulse от ADT, а также к ее мобильной системе безопасности и управления. ADT предоставила Nest выход к североамериканскому рынку - 4000 продавцов, партнерство с пожарными департаментами и другими аварийными системами. Кроме того, ADT предоставляет Nest значительное количество клиентов, у которых нет термостатов или детекторов дыма. В конечном счете, ADT не пришлось приобретать Nest, чтобы воспользоваться преимуществами своей клиентской базы, масштаба и продаж. В этой ситуации в ADT заявляли о «примере стремления ADT продолжать наращивать свою силу на рынке, открывая путь для будущих возможностей» и что ее платформа Pulse теперь находится на новой «открытой основе» для безопасности своих клиентов. Обладая более чем 7,2 млн клиентов, ADT находится на вершине сектора безопасности и мониторинга со значительными возможностями для привлечения новых услуг от различных поставщиков. ADT имеет ценный прямой доступ к клиентам и их дому и как таковой может играть роль в эволюции домашних технологий.

**Сотрудничество с Samsung: новые клиенты для ADT.** В 2017 году Samsung и ADT объявили об совместных разработках в области безопасности. Этот шаг предоставляет компании Samsung

возможность привлечь новых клиентов, заинтересованных в услугах мониторинга безопасности, одновременно предоставляя новых клиентов ADT (которые ранее не думали о «домашних» службах безопасности). Услуга, которую продвигают Samsung и ADT включает в себя стартовый комплект SmartThings стоимостью \$549 из 7-дюймовой сенсорной панели, 2 датчика окон и дверей и детектор движения.

**Иллюстрация 1. Стартовый комплект ADT Home Security выпускаемый совместно с Samsung.**



*Источник: данные компании*

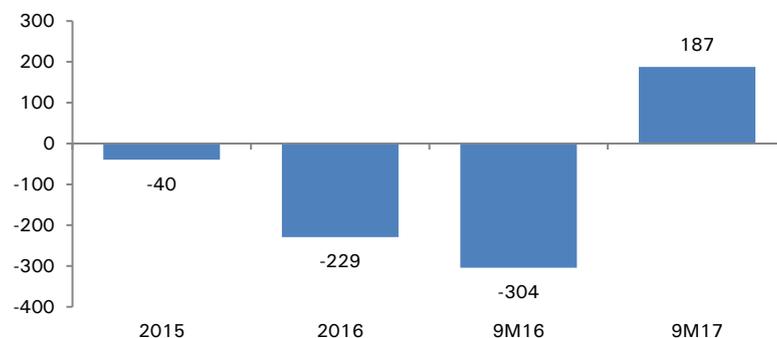
## Стабильный cash flow, растущая маржа и снижение CapEx

**Выручка.** Темпы роста выручки выросли на 1153% после обратного выкупа (2016 год против 2015 года). За 9 месяцев 2016 года и 9 месяцев 2017 года, выручка выросла более «спокойные» 2% и составила \$3 млрд.

**Сильные и стабильные операционные денежные потоки позволяют обслуживать значительный по размерам долг.** Маржа EBITDA с учетом всех денежных доходов выросла с 14% в 2015 году (до слияния) до 49% по результатам за 9 месяцев 2017 года. За 2 года EBITDA выросла на \$1,5 млрд. При этом капитальные затраты не превышают размера операционного потока, который составил \$1,26 млрд по итогам 9 месяцев 2017 года. Свободный денежный поток с учетом затрат на обслуживание солидного \$10 млрд объема заемных средств составляет \$95 млн.

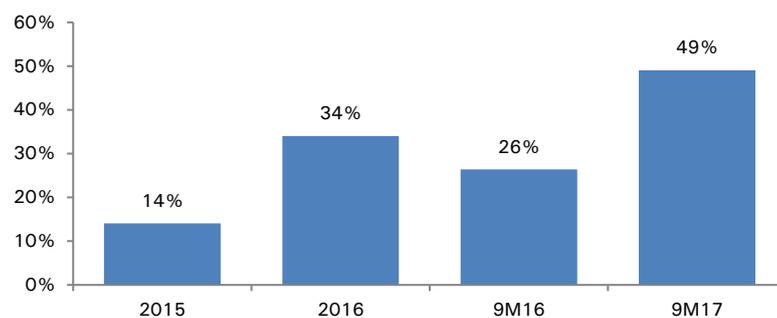
**При этом убыток объективно сокращается.** Чистый убыток за 2016 год составил \$536 млн, тогда за 2015 год он был равен \$54,2 млн. При этом что более важно отрицательная маржа чистой прибыли за этот период сократилась, -10% в 2016 году против -23% в 2015 году. Эта тенденция нашла свое подтверждение в отчетности за 9 месяцев 2017 года убыток сократился почти вдвое по отношению к 2016 году (\$295 млн против \$451 годом ранее).

График 2. Операционная прибыль ADT Inc, млн USD



Источник: данные компании

График 3. Маржа EBITDA ADT Inc, %



Источник: данные компании

## Риски: технологический риск и усиление конкуренции

---

**Технологический риск.** Потенциальная неспособность «идти в ногу с рынком», разрабатывать и приобретать новые технологии, внедрять новые услуги.

**Конкуренция.** Усиление конкуренции может привести к давлению на нашу прибыль и ограничить нашу способность поддерживать или увеличивать долю на рынке наших продуктов и услуг. Если страховая отрасль изменит свою практику предоставления стимулов для домовладельцев для использования служб мониторинга аварийных ситуаций, компания может столкнуться с сокращением роста числа клиентов или увеличением коэффициента сокращения абонентской базы.

**Кибер угрозы.** Из-за постоянно меняющегося ландшафта угроз наши продукты могут подвергаться потенциальной уязвимости беспроводных и IoT-устройств, и наши сервисы могут подвергаться определенным рискам, включая хакерство или другой несанкционированный доступ к системам контроля или просмотра и получение личной информации

## Стресс-тест: оценка ADT в \$17,9 млрд при умеренных 'inputs'

---

**Прогноз выручки: 30% рынка безопасности через 10 лет.** С учетом растущего потенциала сегмента "smart home", а также сильных текущих позиций ADT мы ожидаем роста доли с 15% до 32% через 10 лет.

**Предположения по операционной марже: умеренный рост с 7% до 13% от выручки через 10 лет.** Для прогноза маржи мы использовали текущие темпы сокращения затрат и отраслевые средние по марже прибыли для зрелого бизнеса – мы заложили достижение маржи в 13% через 10 лет, что кажется нам вполне достижимым и даже консервативным показателем учитывая амбициозные планы ADT.

**Чистые реинвестиции в среднем 33% чистого денежного потока.** Для прогноза CapEx мы прогнозировали достижение уровня чистого реинвестирования в 60% в 1-ый прогнозный год и дальнейшее плавное снижение до среднеотраслевых 22% через 10 лет. При этом уровень оборачиваемости Sales/Capital достигнет 1,04x, при средней по отрасли 1,45x. FCFE стал положительным уже по итогам 9 месяцев 2017 года и в нашем прогнозе мы учли этот тренд.

**WACC.** Затраты на капитал учитывая 64% долю equity в структуре капитала равны 6,8%. При коэффициенте бета 0,8, безрисковой ставке 2,6% и премии за риск инвестирования в акции 4,8%.

**С учетом всех этих предположений оценка всей фирмы достигает \$17,9 млрд.** После вычета процентного долга, включая капитализированную аренду в \$10,2 млрд, наличности на счетах в \$171 млн, и поступлений от IPO в \$2 млрд и стоимости опционов в \$78 млн оценка акционерного капитала, по нашему мнению, находится на уровне \$17,9 млрд, что на 25% выше верхней оценки капитализации на IPO.

**Наша целевая цена таким образом составила \$23,7 за акцию.**

## Иллюстрация 2. Модель оценки ADT Inc.

Модель выручки из целевого рынка	12M	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Рынок мониторинга и сервиса безопасности, млрд USD	29,0	31,2	33,5	35,8	38,3	40,6	43,1	45,2	47,5	49,9	52,4	
<b>темп роста, %</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	
Доля ADT, %	15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%	29%	30%	31%	32%	
Модель прогнозного периода, млн USD	12M	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10 зрелый	
темп роста выручки, %	44%	25%	22%	18%	16%	15%	14%	12%	10%	9%	7%	3,0%
<b>(+) Выручка</b>	<b>4 261</b>	<b>5 326</b>	<b>6 498</b>	<b>7 667</b>	<b>8 894</b>	<b>10 228</b>	<b>11 660</b>	<b>13 059</b>	<b>14 365</b>	<b>15 658</b>	<b>16 754</b>	<b>17 257</b>
(x) Операционная маржа	7,0%	9,0%	10,0%	11,0%	11,0%	12,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	13,0%	13,0%
<b>(=) EBIT</b>	<b>297</b>	<b>479</b>	<b>650</b>	<b>843</b>	<b>978</b>	<b>1 227</b>	<b>1 458</b>	<b>1 632</b>	<b>1 796</b>	<b>1 957</b>	<b>2 178</b>	<b>2 243</b>
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	90	258	306	343	377	411	457	471
Эффективная налоговая ставка, %	0%	0%	0%	0%	9%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
<b>(=) NOPLAT</b>	<b>297</b>	<b>479</b>	<b>650</b>	<b>843</b>	<b>888</b>	<b>970</b>	<b>1 151</b>	<b>1 290</b>	<b>1 419</b>	<b>1 546</b>	<b>1 721</b>	<b>1 772</b>
(-) чистые реинвестиции	-2 050	288	325	320	284	291	299	322	340	356	379	498
<b>(=) FCFF</b>	<b>2 348</b>	<b>192</b>	<b>325</b>	<b>523</b>	<b>604</b>	<b>679</b>	<b>852</b>	<b>967</b>	<b>1 078</b>	<b>1 191</b>	<b>1 342</b>	<b>1 274</b>
(x) фактор дисконтирования		0,94x	0,88x	0,82x	0,77x	0,72x	0,68x	0,64x	0,60x	0,57x	0,54x	
<b>PV FCF</b>		179	285	429	465	492	581	621	651	677	718	
Терминальная стоимость												<b>39 264</b>
<b>PV Терминальной стоимости</b>												<b>21 010</b>
Имплицированные переменные модели	12M	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Выручка/капитал, x	0,33x	0,40x	0,48x	0,55x	0,63x	0,71x	0,79x	0,87x	0,93x	0,99x	1,04x	
Инвестированный капитал, млн USD	12 915	13 202	13 527	13 848	14 132	14 423	14 722	15 045	15 385	15 741	16 119	
<b>темп роста IC, %</b>	<b>-2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	
Чистое реинвестирование, %	-690%	60%	50%	38%	32%	30%	26%	25%	24%	23%	22%	28%
ROIC, %	2,3%	3,6%	4,8%	6,1%	6,3%	6,7%	7,8%	8,6%	9,2%	9,8%	10,7%	10,7%
Маржа NOPLAT, %	7,0%	9,0%	10,0%	11,0%	10,0%	9,5%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	10,3%	
Расчет WACC	12M	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Безрисковая ставка	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	
Бета послерыноговая	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
Премия за риск инвестирования	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
<b>Стоимость собственного капитала</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	
Ставка долга, до налогов	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	
<b>Ставка долга, после налогов</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	
СК/Стоимость компании	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	
Долг/Стоимость компании	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD												
(-) Стоимость в прогн. периоде	5 098											
(+) Стоимость в зрелом периоде	21 010											
(x) Коэффициент на дату оценки	1,00x											
<b>(=) EV</b>	<b>26 108</b>											
(-) Долг (вкл. опер-ую аренду)	10 289											
(+) Наличность	171											
(+) Поступления от IPO	2 000											
(-) Стоимость опционов	78											
<b>(=) Оценка собственного капитала</b>	<b>17 912</b>											
Рыночная капитализация	14 352											
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>	<b>23,7</b>											
Максимум диапазона на IPO, USD	19,0											
Потенциал роста, %	25%											

Источник: данные компании

# Контактная информация

## Отдел продаж

Тел: 7555, +7.727.323.15.55 | 8.800.080.31.31 | [www.ffin.kz](http://www.ffin.kz) | [info@ffin.kz](mailto:info@ffin.kz)

### **Алексей Сергеевич СУЛИМЕНКО**

Директор Департамента продаж инвестиционных продуктов

## Корпоративные финансы

7555, 8.800.080.31.31 | [www.ffin.kz](http://www.ffin.kz) | [corpfin@ffin.kz](mailto:corpfin@ffin.kz)

### **Сакен Усер**

Директор Департамента корпоративных финансов

## Руководство

### **Тимур Русланович ТУРЛОВ**

Генеральный директор, главный инвестиционный стратег

### **Сергей Викторович ГРИШИН**

Исполнительный директор

### **Роман Дамирович МИНИКЕЕВ**

Председатель Правления

## Адреса

### **г. Алматы**

Сергей ГРИШИН

Тел: +7.727.323.15.55

г. Алматы, пр-т аль-Фараби, д. 17,  
БЦ «Нурлы Тау», блок 4б,  
оф. 104/1704, 1706

### **г. Москва**

Тел: +7.495.783.91.73

г. Москва, Олимпийский пр-т,  
д. 14, этаж 9 Ближайшие  
станции метро: Проспект мира,  
Достоевская, Цветной бульвар  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru) | [info@ffin.ru](mailto:info@ffin.ru)

## Филиалы



7555

[www.ffin.kz](http://www.ffin.kz)  
[f](https://www.facebook.com/ffin.kz) [ffin.kz](https://www.facebook.com/ffin.kz)

### **Филиал в г. Астана**

Валентина Олеговна  
МАКАЖАНОВА

Адрес: 010017, г. Астана, ул.  
Кабанбай батыра, 15А, БЦ «Q»,  
блок 3А,  
+7.7172.55.80.67,  
+7.7172.566.924

### **Филиал в г. Актау**

Альбина Салимгереевна  
АШИКБАЕВА

г. Актау, мкр-н 13, д. 55,  
(«КазМорТрансФлот»)  
+7.7292.70.95.25

### **Филиал в г. Жанаозен**

Болатбек Адилбекович  
МАЛДЫБАЕВ

г. Жанаозен, 3А мкр, БЦ «Максат»,  
8 офис, 2 этаж.  
+7.777.862.99.99

### **Филиал в г. Актобе**

Рустам Эльбрус Оглы ГАЗИЕВ

г. Актобе, пр. А. Молдагуловой 46,  
БЦ «Капитал Плаза», оф. 502  
+7.7132.70.37.74,  
+7.7132.55.40.06

### **Филиал в г. Атырау**

Руслан Хасанович ГИЛИЗИТДИНОВ

г. Атырау, ул. Студенческая 52,  
БЦ «Адал», оф.201  
+7.7122.55.80.37,  
+7.7122.201.254

### **Филиал в г. Караганда**

Шоқан Балапанұлы МУСТАФИН

г. Караганда, ул. Ерубаетова, д. 35,  
оф. 42  
+7.7212.55.90.95

### **Филиал в г. Костанай**

Рустем Амангельдыұлы КАКЕНОВ

г. Костанай, пр-т Аль-Фараби,  
д. 65, 12 этаж, оф. 1201  
+7.7142.99.00.53

### **Филиал в г. Павлодар**

Евгений Васильевич МОЖЕЙКО

г. Павлодар, ул. Торайгырова,  
д.79/1  
+7.7182.70.37.74

### **Филиал в г. Тараз**

Павел Владимирович КОНЮХОВ

г. Тараз, ул. Толе би, д.93А  
5 этаж, офис 5.2  
+7.7262.99.98.97

### **Филиал в г. Уральск**

Бауржан Кабдыгалиевич  
МУХАМБЕТОВ

г. Уральск, ул. Ескалиева д. 177,  
БЦ «СитиЦентр» оф. 505 эт. 5  
+7.7112.55.47.23

### **Филиал в г. Усть-Каменогорск**

Мухаметжан Тулегенович  
НУРПЕИСОВ

г. Усть-Каменогорск,  
ул. Максима Горького, д. 50  
+7.7232.56.96.03

### **Филиал в г. Шымкент**

Зайра Мукатовна АБДУЛЛАЕВА

г. Шымкент, ул. Кунаева 59,  
1-й этаж, левое крыло

### **Филиал в г. Семей**

Аркад Бахтиярович ТОХТАРОВ

г. Семей, ул. Дулатова, д. 167,  
оф. 120  
+7.7222.56.00.60

---

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Республики Казахстан, в сфере деятельности оценки стоимости.

---