



## КАЗТРАНСОЙЛ

## Рост тарифов и запуск Кашаган как основной драйвер роста

**Ожидаемый запуск проекта Кашаган, а также рост тарифов на регулируемые услуги являются потенциальными триггерами для роста акций КТО. На текущий момент потенциал роста по нашим прогнозам составляет более 23% с потенциальной дивидендной доходностью в среднем в районе 11% годовых в 2016-20 годах.**

**Тарифы на перекачку нефти являются определяющим фактором для стоимости акций КазТрансОйл.** В конце октября 2015 года были утверждены новые тарифы по перекачке нефти на внутренний рынок на 2015-2019 гг. Средний рост тарифа на внутреннем рынке составит 10% в год. Тарифы на экспорт с 2014 года не менялись, и по нашим ожиданиям вероятность повышения в 2016 году также не большая, в связи с низкой ценой на нефть и тяжелой экономической ситуацией. Однако мы предполагаем, что с 2017 года увеличение тарифа на экспорт в среднем составит 6% в год.

**КазТрансОйл получает выручку в основном за счет оказания услуг по транспортировке сырой нефти (83%), а также от перевалки и транспортировки нефти по железной дороге (7%).** С 2018 года мы ожидаем увеличения выручки в результате запуска проекта Кашаган и увеличения транспортировки нефти через магистральные нефтепроводы КазТрансОйл, а также в связи с ростом тарифов на перекачку нефти на экспорт и на внутренний рынок.

**Мы ожидаем, что в 2015 году КазТрансОйл получит чистую прибыль в размере 40 139 млн. тенге (-14% Г-к-Г).** Основной причиной снижения прибыли является девальвация тенге, в результате которой совместно-контролируемое предприятие получило убыток (у компании долг в иностранной валюте). В результате консолидированная чистая прибыль КазТрансОйл снизилась.

**Влияние девальвации на результаты КазТрансОйл.** Тарифы на регулируемые услуги компании являются тенговыми, однако значительная часть инвестиционной программы номинированы в иностранной валюте. Мы ожидаем увеличения операционных расходов, а также удорожание инвестиционной программы. Прямого эффекта на баланс компании нет, так как у компании нет долговых обязательств. Убыток в результате девальвации совместно-контролируемого предприятия «ККТ» негативно отразился на консолидированной чистой прибыли КТО.

**Дивидендная доходность составит 11% в 2016-20 годы.** Мы ожидаем, что по итогам 2015 года КазТрансОйл распределит в виде дивидендов приблизительно 107 тенге на одну акцию. В 2017 году мы ожидаем, что дивиденды будут минимальными (40% от чистой прибыли), но уже с 2018 году коэффициент выплаты дивидендов повысится уже до 60% от чистой прибыли. Средняя дивидендная доходность от текущей цены составит 11% в 2016-20.

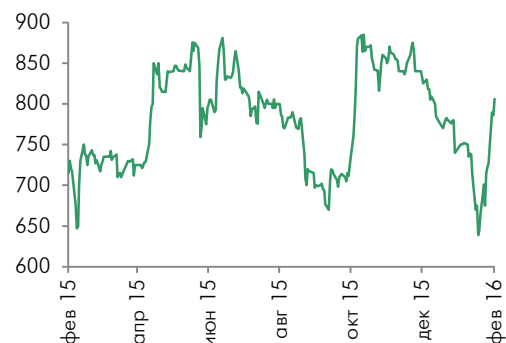
**Наша целевая цена** по акциям КазТрансОйл составляет **995 тенге/акция**, что на **23%** выше текущей цены. Мы рекомендуем **«ПОКУПАТЬ»** ценные бумаги компании.

Нурлан Ашинов  
[nashinov@bcc-invest.kz](mailto:nashinov@bcc-invest.kz)

Наина Романова  
[nromanova@bcc-invest.kz](mailto:nromanova@bcc-invest.kz)

Тикер	KZTO KZ
Капитализация	309 млрд. тг.
Последняя цена	806 тг.
Диапазон, 52 нед.	620-905 тг.
Ср. дневной объем (3 месяца)	18 млн. тг.
Целевая цена	995 тенге
Потенциал роста	23%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Дивидендная доходность 2016г.	13%

### ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ЗА 12 МЕСЯЦЕВ



### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В млрд. тенге	2014	2015	2016
Выручка	206.6	208.4	221.4
Себестоимость	121.3	128.2	141.0
Валовая прибыль	85.3	80.2	80.4
ЕБИТДА	105.4	102.8	104.8
ЕБИТ	58.2	24.3	67.6
ЕВТ	62.1	50.9	68.4
Чистая прибыль	46.4	40.1	53.9

### ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2014	2015	2016
Маржа ЕБИТДА	44%	28%	47%
Маржа ЕБИТ	28%	12%	31%
Маржа ЕВТ	30%	24%	31%
Маржа чистой прибыли	22%	19%	24%
ROAE	10%	9%	12%

## Операционная деятельность

КазТрансОйл располагает сетью магистральных нефтепроводов протяженностью 5 373 км и водоводов протяженностью 1 975 км. КазТрансОйл транспортирует нефть, как на внутренний рынок, так и на экспорт.

На внутреннем рынке поставки нефти осуществляются в направлении Павлодарского НХЗ, Атырауского НПЗ и на ПетроКазахстан Ойл Продактс.

Поставка нефти на экспорт осуществляются через Самару с целью дальнейшей поставки в порты Черного и Балтийского морей и на рынок Европы, через терминал порта Актау для поставок в нефтепроводы Баку и Махачкалы, через трубопровод Атасу-Алашанькоу в Китай, через трубопровод КТК для дальнейшего экспорта в направлении Черного моря.



## Итоги производственной деятельности

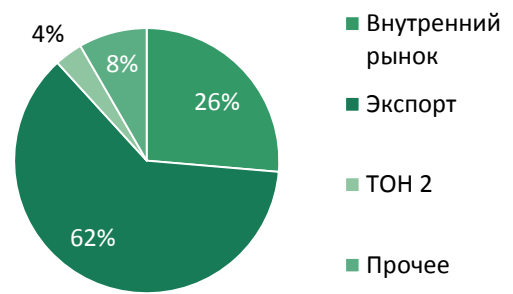
КазТрансОйл по итогам 2015 года перевыполнил план по объему транспортировки и грузооборота нефти. Грузооборот нефти отдельно по АО «КазТрансОйл» составил 36 866 млн. тонно-километров, а объем транспортировки отдельно по АО «КазТрансОйл» составил 47 541 тыс. тонн. Это на 4% выше планового показателя по грузообороту и на 3% выше планового показателя по транспортировке нефти.

**Рис 1 Грузооборот и транспортировка нефти (в млн. тонн) по МТ отдельно по КазТрансОйл (в млрд. ткм)**



Источник: данные компании

**Рис 2 Грузооборот нефти по направлениям (отдельно по КазТрансОйл) за 6М 2015**



Источник: данные компании

Согласно данным об исполнении тарифной сметы по перекачке нефти по системе магистральных трубопроводов АО «КазТрансОйл» грузооборот нефти по направлениям можно разделить следующим образом: 62% - экспорт, 26%-внутренний рынок, 8% - ТОН 2. В нашей модели мы отталкивались от этих данных, но немного скорректировали их с 2016 года, учитывая предположение, что после реконструкции нефтеперерабатывающих заводов на внутренний рынок будет поставляться больший объем нефти.

### Кашаган и КТО

«Кашаган» является крупнейшим нефтегазовым месторождением в Казахстане. Геологические запасы оцениваются в 4.8 млрд. тонн нефти. Общие нефтяные запасы составляют 38 млрд. барр. / 6 млрд. тонн. Его коммерческие ресурсы, по оценкам специалистов, находятся в пределах от 9 млрд. до 13 млрд. барр. нефти. В нашей модели мы включили объемы Кашаганской нефти, начиная с 2018 года. Так, по нашим прогнозам, мы ожидаем, что добыча в 2018 году составит 9.3 млн. тонн, в 2019 году добыча составит 14.0 млн. тонн, а в 2020 году 18.6 млн. тонн. На сегодняшний момент нет точной информации, куда будет транспортироваться Кашаганская нефть. Мы сделали предположение, что 50% будет транспортироваться через нефтепровод Атырау-Самара, а оставшиеся 50% будет транспортироваться через КТК.

### Тарифная политика

Деятельность КазТрансОйл регулируется в соответствии с Законом о естественных монополиях и регулируемых рынках. Тарифная политика КазТрансОйл основывается на принципе «затраты плюс». Тарифы устанавливаются исходя из объема обоснованных затрат и допустимого уровня прибыли.

В конце августа 2015 года комитет по регулированию естественных монополий и защите конкуренции Министерства национальной экономики РК утвердил предельные уровни тарифов и тарифной сметы на регулируемую услугу по перекачке нефти на внутренний рынок РК по системе магистральных трубопроводов АО «КазТрансОйл» на 2015-2019 годы. Средний ежегодный рост тарифов составляет 10%. Стоит отметить, что увеличение тарифов на внутренний рынок является положительным событием, так как с 2014 года тарифы на внутреннюю транспортировку нефти не

пересматривались. В дальнейшем планируется выравнивание экспортного тарифа с внутренним тарифом.

Примечательно, что тарифы компании на экспорт с 1 апреля 2014 года не претерпели особых изменений и сейчас тариф на экспорт составляет 5 817,2 тенге. В 2014 году тариф был повышен вследствие девальвации тенге в качестве чрезвычайной регулирующей меры. В отличие от предыдущей ситуации текущие экономические события являются иными. Тенге обесценился вдвое со 185 до 370 тенге за доллар. А цены на нефть обновили исторические минимумы 2004 года, упав ниже отметки в 28 долларов за баррель. Мы ожидаем, что в этом году тариф на транспортировку нефти на экспорт останется без изменений, в связи с тяжелой экономической ситуацией и падением нефтяных цен. Однако после 2016 года мы ожидаем средний рост тарифов приблизительно на 6%

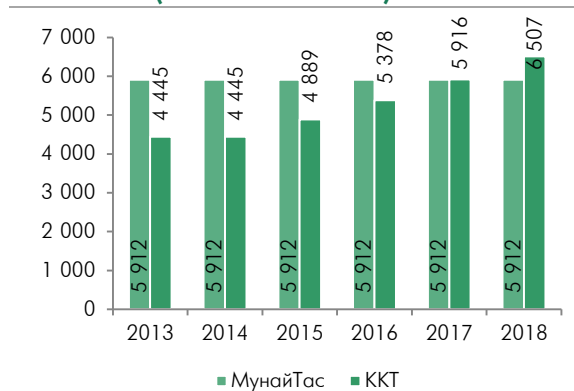
Также стоит отметить, что совместно-контролируемому предприятию ТОО «Казахстанско-Китайский Трубопровод» были утверждены предельные тарифы на 5 лет на внутренний рынок на регулируемую услугу по перекачке нефти по магистральному трубопроводу «Кенкияк-Кумколь». Средний ежегодный рост тарифов составляет 10%. В отношении «Мунай Тас» тарифы по транспортировке нефти по нефтепроводу «Кенкияк-Атырау» остались прежними.

**Рис 3 Тарифы на регулируемые услуги КазТрансОйл (тенге на 1 000 км)**



Источник: данные компании

**Рис 4 Тарифы совместно-контролируемых компаний (тенге на 1 000 км)**



Источник: данные компании

## Финансовая деятельность

КазТрансОйл является национальным оператором по магистральному нефтепроводу, осуществляя транспортировку около 53 процентов (2014 г.) добываемой в Казахстане нефти.

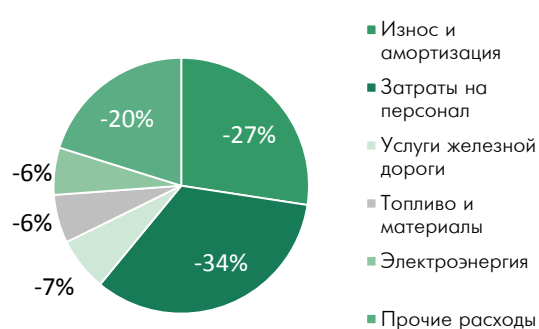
Компания получает выручку в основном за счет оказания услуг по транспортировке сырой нефти (83%), а также от перевалки и транспортировки нефти по железной дороге (7%). Помимо этого можно выделить доходы от услуг по эксплуатации и техническому обслуживанию трубопроводов (4%) и транспортировки воды (3%).

Основные статьи расходов КазТрансОйл включают расходы на износ и амортизацию (27%), и расходы на персонал (34%). Также к крупным статьям расходов можно отнести расходы на услуги железной дороги (7%), расходы на топливо и материалы (6%) и электроэнергию (6%).

**Рис 5 Выручка в разрезе услуг на 30 сентября 2015 г. (%)**



**Рис 6 Себестоимость в разрезе статей на 30 сентября 2015 г. (%)**

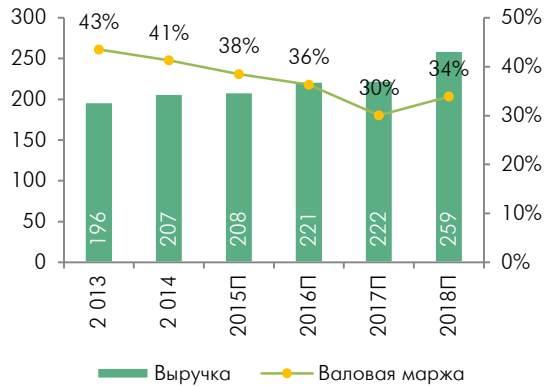


Источник: данные компании

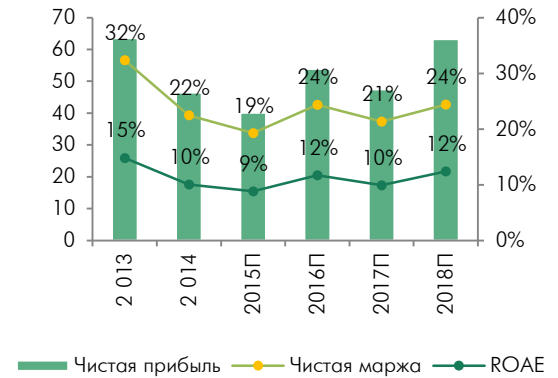
Источник: данные компании

За 9 месяцев 2015 года чистая прибыль эмитента увеличилась на 4.1% до 38 786 млн. тенге. Негативное влияние на показатель чистой прибыли оказала девальвация тенге, так как у совместно-контролируемой компании долг представлен в иностранной валюте.

Стоит отметить, что финансовые результаты отдельно по КазТрансОйл являются положительными. Выручка отдельно по АО «КазТрансОйл» по итогам 12 месяцев 2015 года составила 193.6 млрд тенге, что на 3.5% выше аналогичного показателя за 12 месяцев 2014 года. Чистая прибыль отдельно по АО «КазТрансОйл» составила 78.0 млрд тенге, что на 35% выше результата 12 месяцев 2014 года. Прибыль на акцию за 12 месяцев 2015 года составила 203 тенге. Стоит напомнить, что размер дивиденда будет определяться от наивысшей консолидированной или неконсолидированной прибыли. Уже сейчас видно, что неконсолидированная прибыль будет выше и соответственно будет определяющей при определении дивиденда.

**Рис 5 Выручка (млрд. тенге) и Валовая маржа (%)**

Источник: данные компании

**Рис 6 Чистая прибыль, Чистая маржа(%) и ROAE(%)**

Источник: данные компании

### Эффект девальвации на результаты компании

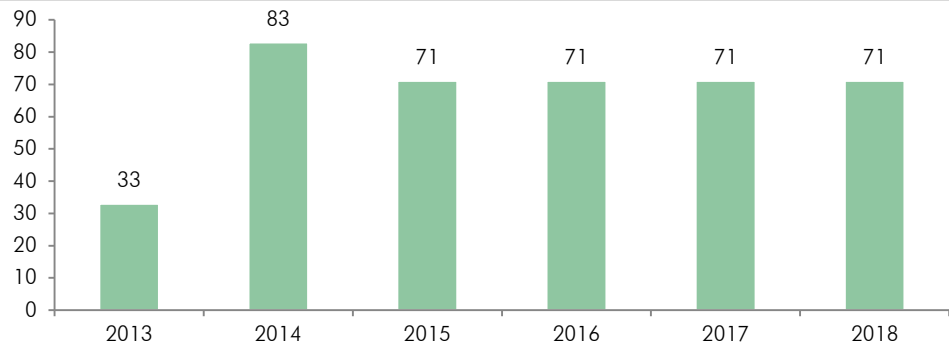
В структуре КазТрансОйл числятся 2 совместно-контролируемых предприятия: Казахстанско Китайский Трубопровод (ККТ, доля-50%) и МунайТас (доля - 51%).

В результате девальвации тенге на консолидированной основе компания получает убыток от совместно-контролируемого предприятия (ККТ). У данной компании имеется большой займ в иностранной валюте. При ослаблении тенге у ККТ образовывается убыток от курсовой разницы, растет общая сумма долга в тенге, а также расходы на обслуживание долга. Примечательно, что у КазТрансОйл отдельно нет долговых обязательств, а от изменения обменного курса компания получает доход от курсовой разницы, в связи с наличием денежных средств и их эквивалентов в иностранной валюте. Однако в дальнейшем, рост операционных расходов и удорожание инвестиционной программы негативно отразятся на финансовых результатах обеих компаний.

### Инвестиционная программа

Инвестиционная программа компании в основном направлена на строительство, ремонт и реконструкцию нефтепроводов.

В 2014 году основные инвестиции были выделены на следующие проекты: вторая очередь второго этапа строительства нефтепровода «Казахстан – Китай», Реконструкция магистральных нефтепроводов «Каламкас – Каражанбас – Актау» и «Узень – Жетыбай – Актау». Также проведен капитальный ремонт 40 км нефтепровода на казахстанском участке Туймазы – Омск – Новосибирск-2. В 2014 году инвестиционная программа составила 75.6 млрд. тенге.

**Рис 7 Капитальные затраты за период 13-18 гг. (млрд. тенге)**

Источник: данные компании (ОДС), прогнозы BCC Invest

Мы ожидаем удорожание инвестиционной программы в связи с девальвацией тенге. Мы полагаем, что компания в условиях кризиса будет контролировать инвестиционную программу, однако в тенговом эквиваленте мы считаем, что капитальные затраты сильно не изменятся и будут находиться на уровне 71 млрд. тенге. Помимо этого, скорое приближение запуска проекта Кашаган предполагает готовность всей системы, на что в ближайшие годы потребуются инвестиции.

### **Объединение КазТрансОйл и КазТрансГаз - не целесообразно**

Умирзак Шукеев, председатель АО «ФНБ «Самрук-Казына», во время расширенного заседания правительства под председательством Нурсултана Назарбаева предложил объединить трубопроводные компании «КазТрансГаз» и «КазТрансОйл» в одну структуру. Он отметил, что две трубопроводные компании в составе КазМунайГаз нецелесообразны сейчас. Однако, по его мнению, вопросы торговли газом необходимо сосредоточить в отдельные компании, чтобы расходы, связанные с другими видами деятельности, учитывались отдельно и не попадали в тариф по транспортировке.

В результате, в январе 2016 года на сайте НК КазМунайГаз появилось сообщение относительно возможности объединения, в котором официально сообщается, что объединение КазТрансОйл и КазТрансГаз признано экономически нецелесообразным.

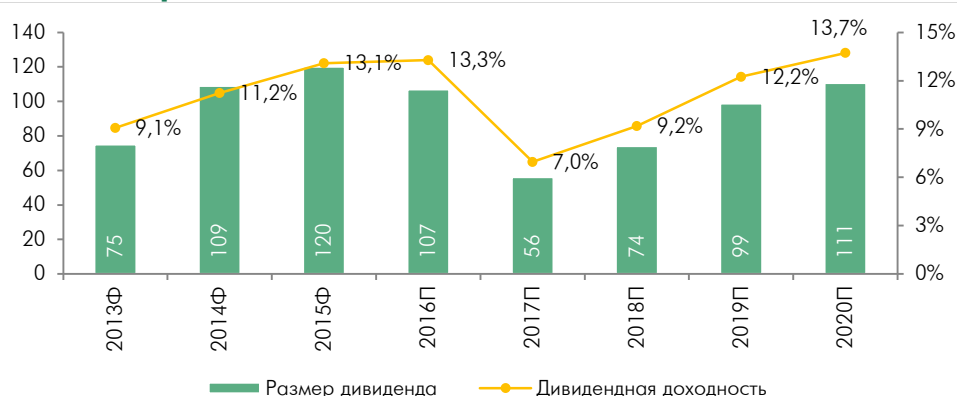
## Дивидендная история

Минимальный гарантированный размер дивиденда по акциям компании составляет 40% от чистой прибыли, однако выплачиваемые дивиденды могут превышать указанный коэффициент выплаты. Для исчисления дивидендов применяется наибольшая величина консолидированного или отдельного чистого дохода Общества.

По итогам 2014 года компания распределила 100% от консолидированного чистого дохода или 78% от отдельной прибыли КазТрансОйл. Дивиденд на одну акцию составил 120.71 тенге. Дивидендная доходность от цены первичного размещения составляла 16.6%, а от среднегодовой цены за 2015 год составила 13.2%.

В конце августа 2015 года НБ РК «отпустил» тенге в свободное плавание. Мы ожидаем, что по итогам 2015 года консолидированная прибыль компании будет ниже прибыли отдельно по КазТрансОйл, так как КазТрансОйл получит убыток от совместно-контролируемого предприятия. В связи с этим мы ожидаем, что компания будет ориентироваться на отдельную прибыль при определении дивиденда. Так, по нашим расчетам, минимально гарантированный размер дивиденда (40% от отдельной прибыли) может составить 81 тенге. Однако наиболее вероятный размер дивиденда, по нашему мнению, составит приблизительно 107 тенге.

**Рис 8 История дивидендных выплат**



Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

Мы ожидаем, что компания выплатит в виде дивидендов 40% от чистой прибыли в 2017 году, и в последующие периоды 60% в 2018-20 гг. По нашему мнению, девальвация тенге и рост расходов на инвестиционную программу в результате возрастания стоимости проектов станут основной причиной более низких дивидендных выплат в 2017 году.

Дивидендная доходность в 2017-2020 гг. от текущей стоимости акций будет постепенно расти с 7.0% в 2017 году до 13.7% в 2020 году.



## Оценка акций

Для оценки стоимости акций мы решили применить модель дисконтированных денежных потоков (DCF).

Наша оценка компании состоит из суммы 2-х составляющих:

1. Дисконтированный поток свободных денежных средств поступающих в будущем.
2. Чистая задолженность (рыночная стоимость задолженности за минусом ликвидные активы).

По нашим расчетам, оценочная стоимость всех свободных денежных потоков компании, приведенная на конец 2016 года составит 368 млрд. тенге.

У компании отсутствует долг по состоянию на 30 сентября 2015 года, в то время как сумма денежных средств и инвестиций составляет 15.079 млрд. тенге. Итого чистый долг компании на конец 2016 года равен 15.079 млрд. тенге.

### Целевая стоимость и рекомендации

Наша целевая цена по акциям на конец 2016 года составляет 920 тенге, что при нынешней цене предполагает рост в размере 23% на Казахстанской фондовой бирже. Рейтинг ПОКУПАТЬ.

Млн. тенге	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>ЕВИТ</b>	<b>24 337</b>	<b>67 588</b>	<b>59 350</b>	<b>79 435</b>	<b>89 127</b>	<b>101 180</b>
ЕВИТ*(1-tax rate)	19 469	54 071	47 480	63 548	71 301	80 944
D&A	33 767	36 759	39 511	42 042	44 370	44 801
Инвестиции в оборотный капитал		-2 399	-2 071	-3 815	-3 605	-3 742
<b>Операционные денежные потоки</b>		<b>93 229</b>	<b>89 062</b>	<b>109 405</b>	<b>119 277</b>	<b>129 487</b>
Капитальные затраты		71 058	71 058	71 058	49 740	49 740
<b>Свободные денежные потоки</b>		<b>22 171</b>	<b>18 004</b>	<b>38 347</b>	<b>69 536</b>	<b>79 746</b>
<i>Фактор дисконтирования</i>			1,17	1,38	1,62	1,90
<b>Дисконтированные св-е денежные потоки</b>			<b>15 328</b>	<b>27 793</b>	<b>42 905</b>	<b>41 890</b>
<b>Кумулятивный DFCF</b>			<b>15 328</b>	<b>43 121</b>	<b>86 026</b>	<b>127 916</b>
<b>Терминальная стоимость</b>						<b>456 665</b>
<b>Дисконт-я терминальная стоимость</b>						<b>239 881</b>
<b>Стоимость предприятия (EV)</b>						<b>367 797</b>
Денежные средства и инвестиции						15 079
Долговые обязательства						0
Чистый долг						<b>15 079</b>
Расчетная капитализация						<b>382 876</b>
Количество акций (млн. шт.)						385
<b>Целевая цена. тенге/акция</b>						<b>995</b>

### Динамика цены акции КазТрансОйл

Первичное размещение акций КазТрансОйл произошло в декабре 2015 года по цене размещения 725 тенге. Акции показали положительный рост в день открытия торгов и продолжили показывать стабильный рост, достигнув исторического максимума в феврале 2014 года. Вскоре акции начали терять в стоимости, что можно объяснить прошедшей девальвацией (февраль 2014 г.), и в дальнейшем девальвационными ожиданиями на фоне обрушения нефтяных котировок и курса рубля. Минимально цена акций доходила до 615.5 тенге, а максимальная стоимость акций была зафиксирована на уровне 1 280 тенге с момента выхода компании на IPO.

На сегодняшний момент стоимость акций составляет 806.01 тенге, что выше цены первичного размещения. Стоит отметить, что долговые обязательства у КазТрансОйл отсутствуют, однако продолжающееся обесценение тенге будет оказывать негативный эффект на результаты компании в среднесрочной перспективе.

С момента выхода компании на IPO стоимость акций увеличилась на 11%, дивидендная доходность составила 42%, а общий инвестиционный доход составил 53% с момента IPO.

**Рис 9 Динамика цен акций (тенге)**



Источник: Bloomberg

## Приложения

### Финансовые результаты за 3 квартал 2015 года – Отчет о прибылях и убытках

Млн. тенге	3Q14	3Q15	%	9M14	9M15	%
<b>Выручка</b>	<b>49 687</b>	<b>51 167</b>	<b>3%</b>	<b>150 142</b>	<b>157 813</b>	<b>5%</b>
Транспортировка сырой нефти	40 591	42 723	5%	120 620	131 463	9%
Перевалка нефти и транспортировка по жд	3 869	3 050	-21%	11 346	10 148	-11%
Транспортировка воды	1 829	1 728	-6%	5 240	4 932	-6%
Прочее	3 399	3 667	8%	12 936	11 270	-13%
<b>Себестоимость</b>	<b>-31 251</b>	<b>-31 403</b>	<b>0,5%</b>	<b>-84 084</b>	<b>-87 574</b>	<b>4%</b>
Износ и амортизация	-8 270	-8 004	-3%	-24 794	-24 010	-3%
Затраты на персонал	-10 068	-11 299	12%	-26 505	-29 368	11%
Прочие расходы	-12 913	-12 100	-6%	-32 784	-34 197	4%
<b>Валовой доход</b>	<b>18 436</b>	<b>19 764</b>	<b>7%</b>	<b>66 058</b>	<b>70 239</b>	<b>6%</b>
Общие и административные расходы	-4 098	-3 057	-25%	-8 847	-8 309	-6%
Прочие операционные доходы	2 123	179	-92%	2 594	1 410	-46%
Прочие операционные расходы	-28	-729		-136	-1 939	
<b>Операционная прибыль</b>	<b>16 433</b>	<b>16 158</b>	<b>-2%</b>	<b>59 669</b>	<b>61 400</b>	<b>3,0%</b>
Обесценение ОС и НМА	-4 947	-5		-5 018	-207	-96%
Доля доходов / убытков СКП	1 664	-24 504		-8 179	-21 917	168%
<b>ЕВИТ</b>	<b>13 150</b>	<b>-8 352</b>	<b>-164%</b>	<b>46 471</b>	<b>39 276</b>	<b>-16%</b>
Доход / убыток от курсовой разницы	28	14 132		-13	15 191	
Финансовые доходы	1 024	384	-63%	4 086	2 035	-50%
Финансовые затраты	-355	-488	38%	-1 065	-1 411	33%
<b>ЕВТ</b>	<b>13 847</b>	<b>5 676</b>	<b>-59%</b>	<b>49 560</b>	<b>55 091</b>	<b>11%</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>10 835</b>	<b>-642</b>		<b>37 274</b>	<b>38 786</b>	<b>4%</b>

Источник: данные компании

## Финансовые результаты за 3 квартал 2015 года – Балансовый отчет

Млн. тенге	2014	6m15	9m15	К-к-К	К-к-Г
<b>Активы</b>					
Основные средства	420 870	433 548	458 653	6%	9%
Инвестиции в СП	49 843	50 930	26 802	-47%	-46%
Банковские активы	3 730	3 601	3 940	9%	6%
Прочие долгосрочные активы	11 324	12 164	10 898	-10%	-4%
<b>Общие долгосрочные активы</b>	<b>485 767</b>	<b>500 243</b>	<b>500 293</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>
Банковские вклады	32 112	16 030	23 389	46%	-27%
Денежные средства и их эквиваленты	42 175	28 704	47 949	67%	14%
Дебиторская задолженность	5 804	7 009	4 261	-39%	-27%
Прочие текущие активы	19 548	14 188	14 645	3%	-25%
<b>Общие текущие активы</b>	<b>99 638</b>	<b>65 931</b>	<b>90 244</b>	<b>37%</b>	<b>-9%</b>
Активы, предназначенные для продажи	1	22	22	0%	1643%
<b>Общие активы</b>	<b>585 407</b>	<b>566 196</b>	<b>590 559</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>
<b>Капитал и резервы</b>	<b>457 644</b>	<b>450 794</b>	<b>460 623</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>
Кредиты и займы	-	-	-	-	-
Обязательства по отсроченному налогу	41 168	40 674	40 606	0%	-1%
Прочие долгосрочные активы	36 259	35 591	40 874	15%	13%
<b>Общие долгосрочные обязательства</b>	<b>77 427</b>	<b>76 265</b>	<b>81 480</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>
Кредиторская задолженность	15 774	9 654	10 006	4%	-37%
Авансы полученные	16 746	16 010	15 533	-3%	-7%
Прочие краткосрочные обязательства	17 816	13 472	22 917	70%	29%
<b>Общие краткосрочные обязательства</b>	<b>50 336</b>	<b>39 137</b>	<b>48 456</b>	<b>24%</b>	<b>-4%</b>
<b>Общие обязательства и капитал</b>	<b>585 407</b>	<b>566 196</b>	<b>590 559</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>

Источник: данные компании

## Сжатый прогнозный отчет о прибылях и убытках

Млн. тенге	2013	2014	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	196 366	206 637	208 390	221 441	222 460	259 250
Себестоимость	110 969	121 309	128 231	141 059	-155 611	-171 342
<b>Валовый доход</b>	<b>85 398</b>	<b>85 328</b>	<b>80 160</b>	<b>80 382</b>	66 849	87 908
Общие и админ. расходы	11 028	13 593	11 079	12 300	-13 700	-15 300
<b>Операционная прибыль</b>	<b>75 280</b>	<b>72 547</b>	<b>69 021</b>	<b>68 023</b>	53 090	72 549
Доля доходов / убытков СКП	11 847	- 6 255	-44 684	-435	6 261	6 887
<b>ЕВИТ</b>	<b>74 463</b>	<b>58 172</b>	<b>23 417</b>	<b>66 672</b>	59 350	79 435
Доход / убыток от курсовой разницы	104	1 056	25 770			
<b>ЕВТ</b>	<b>77 390</b>	<b>62 130</b>	<b>50 939</b>	<b>68 407</b>	60 169	80 254
<b>Чистая прибыль</b>	<b>63 543</b>	<b>46 431</b>	<b>40 139</b>	<b>53 907</b>	47 469	63 254

Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

**Сжатый прогнозный балансовый отчет**

Млн. тенге	2013	2014	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Активы</b>						
Основные средства	406 810	420 870	458 160	492 4759	524 005	553 021
Инвестиции в СП	53 554	49 843	26 802	28 142	29 549	31 027
Банковские активы	577	3 730				
Прочие долгосрочные активы	5 960	11 324	11 890	12 485	13 109	13 765
<b>Общие долгосрочные активы</b>	<b>466 900</b>	<b>485 767</b>	<b>496 853</b>	<b>533 086</b>	<b>566 663</b>	<b>597 812</b>
Банковские вклады	83 117	32 112				
Денежные средства и их эквиваленты	25 645	42 175	34 017	15 079	11 731	21 536
Дебиторская задолженность	4 549	5 804	6 880	7 311	7 344	8 559
Прочие текущие активы	10 284	19 548	15 378	16 147	16 954	17 802
<b>Общие текущие активы</b>	<b>123 595</b>	<b>99 638</b>	<b>56 274</b>	<b>38 537</b>	<b>36 030</b>	<b>47 896</b>
Активы, предназначенные для продажи	32	1				
<b>Общие активы</b>	<b>590 527</b>	<b>585 407</b>	<b>553 127</b>	<b>571 622</b>	<b>602 693</b>	<b>645 708</b>
<b>Капитал и резервы</b>	<b>467 270</b>	<b>457 644</b>	<b>415 546</b>	<b>428 296</b>	<b>451 172</b>	<b>484 809</b>
Кредиты и займы	-	-	-	-	-	-
Обязательства по отсроченному налогу	43 538	41 168	40 606	40 606	40 606	40 606
Прочие долгосрочные активы	30 091	36 259	42 918	45 063	47 317	49 682
<b>Общие долгосрочные обязательства</b>	<b>73 629</b>	<b>77 427</b>	<b>83 524</b>	<b>85 670</b>	<b>87 923</b>	<b>90 289</b>
Кредиторская задолженность	11 096	15 774	13 828	15 211	16 780	18 476
Авансы полученные	17 182	16 746	16 167	17 179	17 258	20 113
Прочие краткосрочные обязательства	21 351	17 816	24 063	25 266	26 529	27 855
<b>Общие краткосрочные обязательства</b>	<b>49 629</b>	<b>50 336</b>	54 057	57 656	60 567	66 444
<b>Общие обязательства и капитал</b>	<b>590 527</b>	<b>585 407</b>	553 127	571 622	602 693	645 708

Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

**Основные коэффициенты**

Коэффициенты	2 013	2 014	2015П	2016П	2017П	2018П
ROAA	12%	8%	7%	10%	8%	10%
ROAE	15%	10%	9%	12%	10%	12%
Валова маржа	43%	41%	38%	36%	30%	34%
Маржа EBITDA	53%	44%	28%	47%	44%	47%
Маржа EBIT	38%	28%	12%	31%	27%	31%
Маржа EBT	39%	30%	24%	31%	27%	31%
Чистая маржа	32%	22%	19%	24%	21%	24%
Рост активов	19%	-1%	-6%	3%	5%	7%
Рост обязательств	18%	4%	8%	4%	4%	6%
Рост капитала	19%	-2%	-1%	3%	6%	7%
Рост чистой прибыли	90%	-27%	-14%	34%	-12%	33%

Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

## Контактная информация

АО BCC Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит  
Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж  
Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31  
E-mail: info@bcc-invest.kz  
Web: www.bcc-invest.kz

**Айдана Надирова**  
**Финансовый консультант**  
+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 88)  
anadirova@bcc-invest.kz

**Асель Сулейменова**  
**Начальник управления маркетинга и продаж**  
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 97)  
asuleimenova@bcc-invest.kz

**Наина Романова**  
**Ведущий аналитик**  
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 66)  
nromanova@bcc-invest.kz

**Нурлан Ашинов**  
**Начальник управления аналитики**  
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 46)  
nashinov@bcc-invest.kz

### **\* Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «BCC Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «BCC Invest», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

© BCC invest 2016