

# АО «Узметкомбинат»

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# BUY

Тикер на UZSE: **UZMK**

Текущая цена: **5 300 UZS**

Целевая цена: **7 300 UZS**

Потенциал роста: 38%

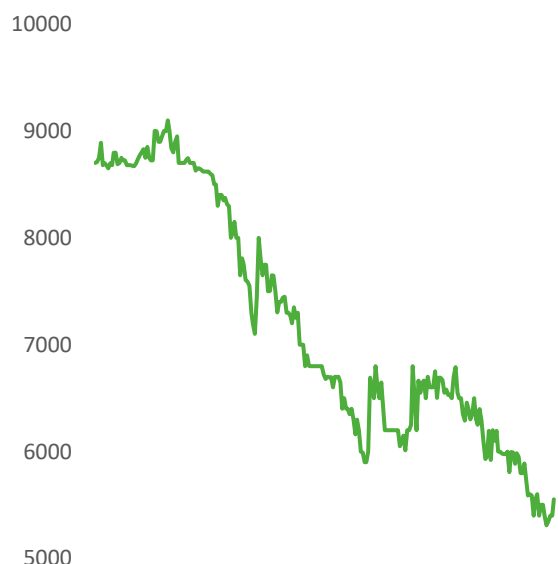
### Финансовые показатели, 2023 год (млрд)

Выручка	8 297
Валовая прибыль	1 463
ЕВИТ	660
Чистая прибыль	508

Активы	12 236
Капитал	5 658
Чистый долг	4 762

Маржа ЕВИТДА	7,8%
ROE	10,6%
ROIC	5,6%
Коэффициент покрытия процентов	3,58x
Долговое плечо	0,85x
Текущая ликвидность	1,80x
Быстрая ликвидность	0,77x

### Динамика акций UZMK, 04/2023-04/2024



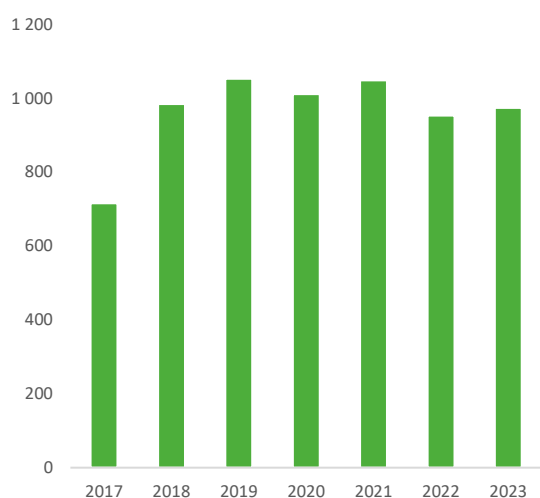
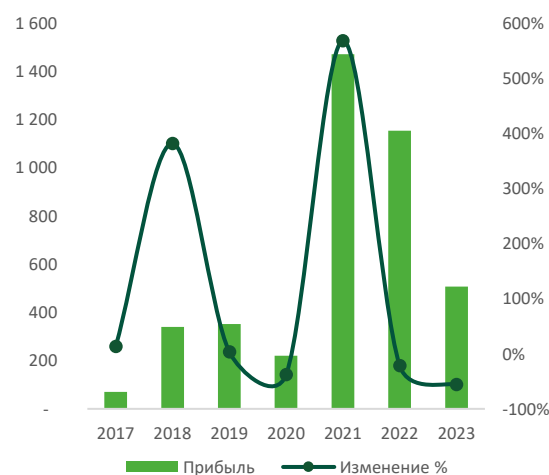
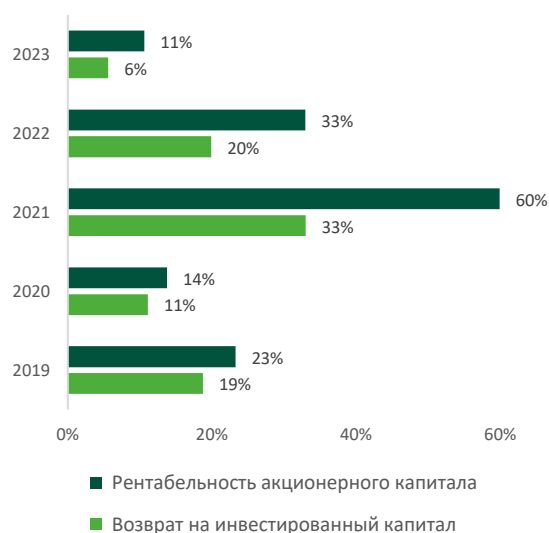
**АО Узметкомбинат** – стратегическое предприятие черной металлургии Узбекистана, основанное в 1944 году в Бекабаде. Комбинат специализируется на производстве сортового прокатного листа и помольных шаров, располагая установленной мощностью в более чем 1 млн тонн проката в год. Предприятие реализует масштабную инвестиционную программу с целью увеличения мощностей до 2,2 млн. тонн. Согласно прогнозам самого предприятия, после выхода на полную мощность в 2025-2026 годах проект приведет к увеличению выручки в два раза до 16-17 трлн.

### Инвестиционный тезис:

#### (+) Комбинат реализует амбициозную инвестиционную стратегию.

В течение последних 4 лет менеджмент комбината был сфокусирован на реализации инвестиционного проекта Литейно-прокатного комплекса, что в следствие запуска позволит диверсифицировать продуктовый ассортимент сортового проката, увеличив объёмы годового производства до 2,2 млн тонн. Компания прогнозирует, что новая линия частично заместит импортируемую продукцию, что увеличит долю компании на рынке. Согласно прогнозам самого предприятия, проект приведет к увеличению выручки в два раза до 16-17 трлн сум с нынешних 8,3 трлн сум. Частичный запуск литейного завода планируется на конец 2024 года, а выход на полную мощность - в 2025-2026 годах. По состоянию на конец I квартала 2024 года, строительно-монтажные работы завершены на 70%. Помимо ЛПК, компания также расширяет мощности своего шаропркатного цеха, что обусловлено растущим спросом на стальные мелющие шары в горно-добывающей индустрии. По окончании двухэтапного процесса модернизации, комбинат рассчитывает нарастить производство шаров с 250 тыс. тонн до 400 тыс. тонн в 2025 году и до 500 тыс. тонн в 2028 году. Мы предполагаем, что увеличение производственных мощностей позволит снизить себестоимость компании за счёт экономии масштаба.

**(+) Высокая потребность стали в Республике.** Индустрия производства черных металлов и изделий демонстрирует стабильный рост ввиду активного развития промышленности, а также осуществления реформ, способствующих этому росту. Ожидается, что к 2026 году, потребность Республики в черных металлах достигнет порядка 6 млн тонн в год, при текущем потреблении на уровне 4 миллионов тонн среди всех отраслей экономики. Готовый металлопрокат используется в таких приоритетных отраслях экономики, как строительство и машиностроение, способствуя увеличению спроса на продукцию. С целью удовлетворения потребностей местного рынка и производства конкурентно-способной продукции, за последние годы в четыре основных металлургических предприятия страны, включая УЗМК, было инвестировано порядка 7,5 млрд долларов, что является индикатором дальнейшего укрепления отрасли.

**Объём производства, тыс. тонн**

**Чистая прибыль, млрд сум**

**Показатели рентабельности, %**

**(+) Узметкомбинат обладает монополией на сбор и переработку лома черных металлов.**

Предприятие является монополистом по сбору металлолома – сырья для продукции Комбината. На данный момент лом и отходы черных металлов, собранные на территории Узбекистана, подлежат сдаче исключительно данному предприятию, что способствует поддержанию операционной маржи и рентабельности компании выше среднего показателя среди сопоставимых зарубежных компаний.

**Риски (-)**
**(-) Fitch пересмотрело прогноз Узметкомбината со «Стабильного» на «Негативный» на уровне «ВВ-».**

Негативный прогноз прежде всего связан с увеличением долговой нагрузки компании по итогам 2023 года, которая выросла ввиду изменений структуры капитала за счет привлечения денежных средств путем получения кредитных линий и займов. Так, общий долг компании составил 4,8 трлн сум или 46% от совокупного капитала, а коэффициент левериджа вырос с 0,67x до 0,85x в 2023 году. К тому же, увеличение левериджа служит причиной для роста средневзвешенной стоимости капитала за счет увеличения беты компании. Несмотря на прогнозы агентства о снижении левериджа в последующие несколько лет, коэффициент быстрой ликвидности на конец 2023 года составил 0,77x ввиду интенсивности капитальных вложений, что говорит о вероятном затруднении компании в обеспечении своих краткосрочных обязательств. По нашим оценкам, компания дополнительно привлечёт заёмные средства для финансирования оборотного капитала. Также важно помнить, что будучи ключевым предприятием экономики Узбекистана, УЗМК неразрывно связан с государством, и его поддержка остаётся важной составляющей для комбината.

**(-) Риск потери монополии на сбор и переработку лома черных металлов.**

В настоящее время компания имеет монополию на сбор лома черных металлов в Узбекистане, однако Антимонопольный комитет уже несколько раз поднимал вопрос о прекращении монополии с целью повышения внутренней конкуренции. Даже при этом, из годового объема ломообразования (800 тыс. тонн) комбинат собирает максимум 600-700 тыс. тонн, что покрывает потребности комбината всего лишь на 55-60%. Помимо этого, в стране присутствует существенный дефицит металлолома, из-за чего компании приходится увеличивать цену за металлолом, чтобы стимулировать предприятия и население на сдачу лома, а также восполнять данный дефицит, импортируя лом из других стран. В случае отмены уникального права компании на сбор лома, комбинат прогнозирует увеличение затрат на сырье почти в два раза.

**(-) Появление на рынке новых конкурентов.**

В результате санкционного давления российские металлургические компании были вынуждены переориентировать свои экспортные потоки с европейского и американского рынков, что отразилось в том числе на импорте Узбекистана из России: закупки чёрных металлов увеличились вдвое в 2023 году и составляют пятую часть всего импорта из России. Помимо этого, в Республике действует нулевая пошлина на импорт сортового проката, что оказывает дополнительное давление извне на местный рынок металлопродукции.

## Результат оценки

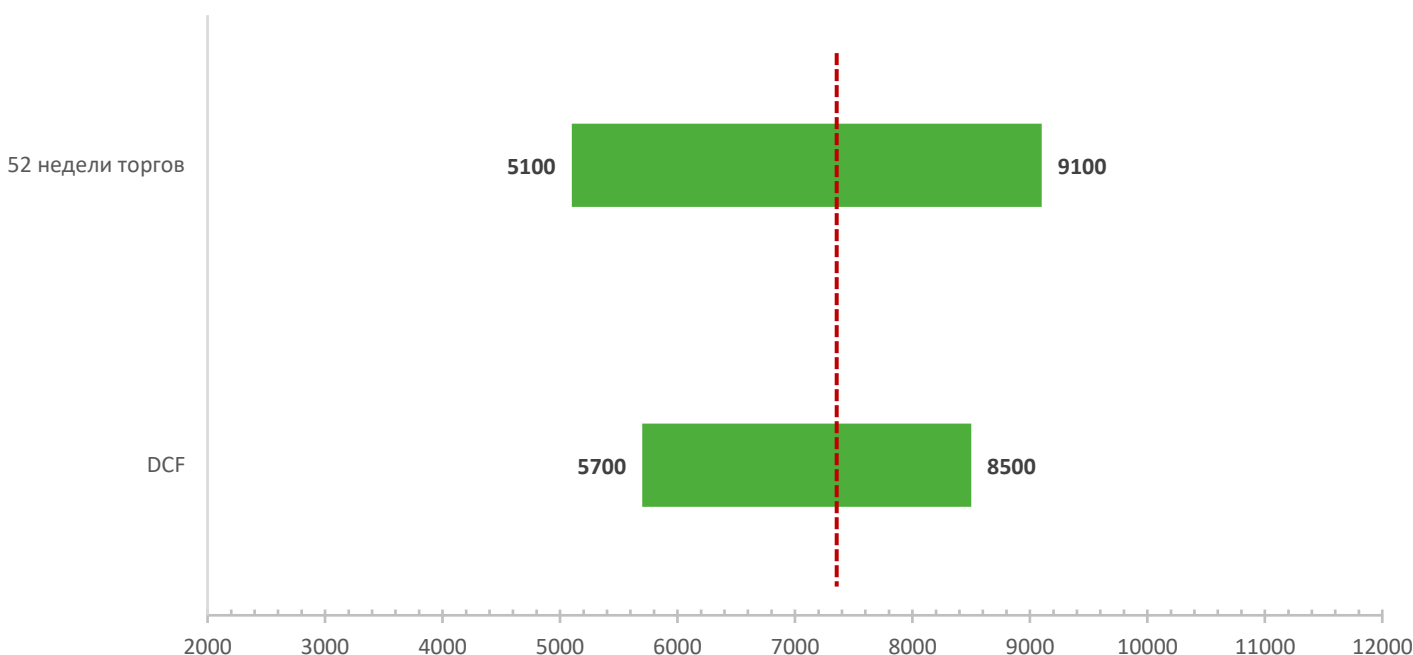
Компания оценивалась на основе **модели дисконтирования будущих денежных потоков**. Было создано три сценария развития событий для компании: консервативный, основной и оптимистичный. За последние семь лет, выручка предприятия росла со средней скоростью в 41%. Прогнозная выручка высчитывалась при следующих условиях:

В каждом из сценариев прогноза был заложен тезис о восстановлении спроса на сталь и стальные изделия на мировых рынках в 2024 году, что впоследствии послужит импульсом для роста цен на металлопродукцию. На выручке Узметкомбината также скажется постепенное наращивание мощностей производства. В связи с рисками реализации проектов и ограниченной ликвидностью компании, критическим параметром каждого сценария является тайминг ввода в эксплуатацию двух основных проектов – ЛПК и шаропрокатного цеха.

Таким образом, в **консервативном сценарии** выручка завода увеличится на 3% в 2024 году. В соответствии с прогнозами Компании, ЛПК должен выйти на полную мощность к 2025 году. Однако, консервативный сценарий подразумевает задержку реализации работ, что позволит комбинату только частично запустить выпуск проката в течение 2026 года. В **основном сценарии** выручка вырастет на 9% в 2024 году по сравнению с прошлым годом на фоне постепенного увеличения выпуска помольных шаров, а в 2025 году частичный запуск ЛПК поспособствует росту доходов на 67%. Прогнозируемые 16-17 трлн сумов доходов достигаются в 2026 году, а маржа EBITDA нормализуется в 2025-2026 годах до отметки 14%. В **оптимистичном сценарии** компания укладывается в график намеченных работ; комбинат частично запускает ЛПК уже в конце 2024 года и наращивает объем производства помольных шаров почти в 1,5 раза, в связи с чем выручка показывает стремительный рост в 2024 году.

**Согласно основному сценарию, целевая цена одной акции компании составляет 7 300 UZS.**

**Резюме.** В результате обновленной оценки УЗМК по итогам 2023 года, мы пересмотрели целевую цену с 12 800 сум до 7 300 сум, на которую можно ориентироваться в течение года при прочих равных условиях. Такое заключение главным образом связано с увеличением средневзвешенной стоимости капитала из-за повышения леввериджа. При этом, инвесторам стоит учитывать многообещающий потенциал роста компании в долгосрочной перспективе. По нашим ожиданиям, показатель возврата на инвестированный капитал значительно вырастет в 2026-2030 годах за счет постепенного погашения долговых обязательств и увеличения операционной прибыли компании. К неизменно сильным сторонам комбината относятся его доминирующая доля на внутреннем рынке металлопродукции, монополия на сбор и переработку лома черных металлов, а также многолетняя экспертиза производства. Слабые стороны компании включают неопределенность в отношении статуса монополии на лом и поддержки со стороны государства, дефицит сырья внутри страны, а также реализационные риски инвестиционных проектов.



**Финансовые показатели за период 2016 - 2023 гг.**

Отчет о прибыли, млрд UZS									Балансовый отчет, млрд UZS								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка	1 140	1 800	4 679	5 261	5 320	8 353	8 454	8 297	Запасы	214	343	884	1 040	774	1 224	1 849	2 106
Себестоимость	(786)	(1 217)	(3 531)	(4 128)	(4 337)	(5 630)	(5 969)	(6 833)	Дебиторская задолженность	65	254	452	680	288	635	1 562	1 556
Валовая прибыль	354	583	1 148	1 132	983	2 723	2 485	1 463	Денежные средства	53	195	146	39	379	2 067	211	108
Расходы по реализации	(30)	(33)	(31)	(40)	(49)	(40)	(38)	(40)	Прочие активы	136	451	382	723	1 307	2 010	3 019	1 698
Админ расходы	(67)	(79)	(110)	(178)	(203)	(271)	(327)	(329)	<b>Текущие активы</b>	<b>468</b>	<b>1 243</b>	<b>1 864</b>	<b>2 482</b>	<b>2 748</b>	<b>5 937</b>	<b>6 642</b>	<b>5 468</b>
Прочие опер расходы	(172)	(220)	(426)	(379)	(371)	(544)	(709)	(484)	Основные средства	501	468	858	1 046	1 078	1 108	1 003	966
Прочие опер доходы	16	30	39	42	71	124	113	49	Прочие долгосрочные активы	100	289	273	305	600	934	2 288	5 801
ЕБИТ	101	281	620	577	431	1 992	1 524	660	<b>Сумма активов</b>	<b>1 070</b>	<b>1 999</b>	<b>2 995</b>	<b>3 833</b>	<b>4 426</b>	<b>7 979</b>	<b>9 933</b>	<b>12 235</b>
Фин доходы	12	153	103	86	243	114	934	501	Кредиторская задолженность	172	451	614	899	674	825	1 176	1 246
Фин расходы	(39)	(352)	(316)	(240)	(362)	(343)	(1 079)	(581)	Кредиты и займы	37	30	45	176	118	725	424	1 329
Доналоговая прибыль	75	81	406	424	312	1 762	1 379	580	Прочие текущие обязательства	57	257	226	231	510	1 949	2 067	461
Налог	(12)	(11)	(66)	(71)	(71)	(291)	(226)	(72)	<b>Текущие обязательства</b>	<b>266</b>	<b>738</b>	<b>885</b>	<b>1 306</b>	<b>1 303</b>	<b>3 498</b>	<b>3 666</b>	<b>3 036</b>
Чистая прибыль	62	71	340	353	241	1 471	1 153	508	Долгосрочные займы	68	408	760	847	1 313	1 379	2 371	3 540
									Долгосрочные обязательства	68	408	760	847	1 313	1 379	2 371	3 540
Рост и маржа (%)									Обязательства и капитал								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Темпы роста выручки	17%	58%	160%	12%	1%	57%	1%	-2%	Собственный капитал	735	853	1 350	1 680	1 811	3 102	3 896	5 685
Темпы роста ЕБИТ	119%	178%	120%	-7%	-25%	362%	-23%	-57%	<b>Обязательства и капитал</b>	<b>1 070</b>	<b>1 999</b>	<b>2 995</b>	<b>3 833</b>	<b>4 426</b>	<b>7 979</b>	<b>9 933</b>	<b>12 235</b>
Темпы роста NOPLAT	97%	204%	105%	-8%	-29%	372%	-24%	-55%	Ликвидность и структура капитала								
Валовая маржа	31%	32%	25%	22%	18%	33%	29%	18%		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ЕБИТ маржа	9%	16%	13%	11%	8%	24%	18%	8%	Текущая ликвидность, x	1,8x	1,7x	2,1x	1,9x	2,1x	1,7x	1,8x	1,8x
NOPLAT маржа	8%	15%	12%	10%	7%	20%	15%	7%	Долг/общая капитализация, %	41%	188%	125%	79%	83%	43%	70%	158%
Маржа чистой прибыли	5%	4%	7%	7%	5%	18%	14%	6%	Долг/активы, %	10%	22%	27%	27%	32%	26%	28%	40%
Справочные данные										2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Долг/собственные средства, x	14%	51%	60%	61%	79%	68%	72%	86%
Акции в обращении, млн штук	43	43	43	43	43	43	457	605	Собственные средства/активы, %	157%	69%	72%	68%	66%	52%	59%	104%
Балансовая стоимость акции, UZS	17 095	19 840	31 396	39 070	42 114	72 134	8 533	9 397	Активы/собственный капитал, x	64%	146%	138%	148%	152%	191%	170%	96%
Рыночная стоимость акции, UZS	6 000	5 400	15 000	30 000	40 000	115 000	8 700	5 100	Мультипликаторы								
Рыночная капитализация, млрд UZS	258	232	645	1 290	1 720	4 945	3 972	3 086		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EV, млрд UZS	310	474	1 304	2 273	2 772	4 981	6 556	7 847	P/B, x	0,35x	0,27x	0,48x	0,77x	0,95x	1,59x	1,02x	0,54x
Рабочий капитал, млрд UZS	107	145	722	821	388	1 035	2 236	2 416	P/E, x	4,14x	3,29x	1,90x	3,66x	7,14x	3,36x	3,44x	6,07x
EPS, UZS на акцию	1 450	1 642	7 905	8 199	5 598	34 220	2 526	840	P/S, x	0,23x	0,13x	0,14x	0,25x	0,32x	0,59x	0,47x	0,37x
									EV/S, x	0,27x	0,26x	0,28x	0,43x	0,52x	0,60x	0,78x	0,95x
									EV/ЕБИТ	0,88x	0,81x	1,14x	2,01x	2,82x	1,83x	2,64x	5,36x
									EV/ЕБИТДА	16,58x	2,52x	4,07x	5,48x	10,57x	2,63x	4,74x	15,83x

**Прогноз выручки на период 2024 - 2023 гг.**


*Настоящий материал подготовлен аналитиками компании ИП ООО «Freedom Finance» (Узбекистан). 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. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса, ее активов либо ценных бумаг. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Выбор ценных бумаг в качестве объекта инвестирования и соответственно последствия этого выбора являются риском инвестора.*