

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО Кварц (KVTS)

 Потенциал роста от нижней цены диапазона: **54%**

 Целевая цена: **5 050 UZS**

 Цена предложения на SPO от **3 270,4 UZS**

апдейт

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Узбекистан | Производство стекла

Кварц: в преддверии открытия новой линии *



Выручка, 9М'19 (млрд UZS)	188
ЕБИТ, 9М'19 (млрд UZS)	28
Чистая прибыль, 9М'19 (млрд UZS)	35
Чистый долг (млрд UZS)	-135

P/E, 9М'19 (x)	6,5x
P/BV, 9М'19 (x)	1,0x
EV/S, 9М'19 (x)	1,2x
ROA, 9М'19 (%)	13,7%
ROIC, 9М'19 (%)	11%
ROE, 9М'19 (%)	14,6%
Маржа ЕБИТ, 9М'19 (%)	15%

Капитализация (млрд UZS)	337
Капитализация SPO (млрд UZS)	315
Акции к размещению (млн шт.)	4,82
Целевая цена (UZS)	5 050
Нижняя граница цены (UZS)	3 271
Потенциал роста (%)	54%

 Динамика акций | биржа/тикер **UZSE/KVTS**


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-33%	13%	60%
vs UCI	-32%	11%	99%



АО «Кварц», являющееся крупнейшим предприятием по выпуску изделий из стекла, в прошлом году провел первое IPO на фондовой бирже «Тошкент», на котором успешно реализовало более 5% акций. Теперь государство намерено реализовать еще 5% акций компании на SPO.

Лидер рынка производства стеклянных изделий с крепким профилем уровня маржи и рентабельности. АО «Кварц» производит стеклянные банки, бутылки, листовое стекло и стекло для автомобильной промышленности. Продукция направлена на внутренний рынок и экспортируется в Казахстан, Туркменистан, Таджикистан, Киргизстан и Афганистан. Средний рост выручки в 2016-2018 годах составил 24% при средней операционной марже в 30%. Чистая прибыль по итогам 2018 года составила 83 млрд UZS или 856 UZS на акцию. Тем не менее первое полугодие выдалось не самым лучшим для компании из-за падения цен на стекло, что отразилось на выручке и прибыльности. Однако, цены на листовое стекло с толщиной в 3,5 мм в сентябре выросли на 16% относительно мая, что дает повода полагать о нормализации выручки.

Новая линия по производству листового стекла. Компания на текущий момент ведет строительство новой линии по производству листового стекла годовой мощностью как минимум в 20 млн.кв.м в 2 мм эквиваленте толщины, что в итоге должно увеличить объемы производства листового стекла в три раза. Ввод в эксплуатацию ожидается в 2020 году.

Солидный потенциал к нижней границе диапазона. Сценарий оценки, при котором АО «Кварц» постепенно введет в эксплуатацию новую линию, а также при средней марже ЕБИТ в 17%, что ниже среднего значения за последние 3,5 года (29%), проецирует оценку собственного капитала стекольного завода в 487 млрд сум. Целевая цена составляет 5 050 сум за акцию. Потенциал роста к нижней границе диапазона цен SPO составляет 54%.

Оразбаев Данияр

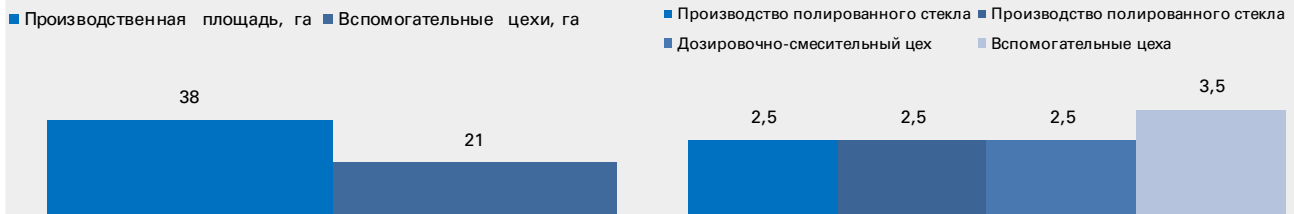
 Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

АО «Кварц»: финансовая отчетность

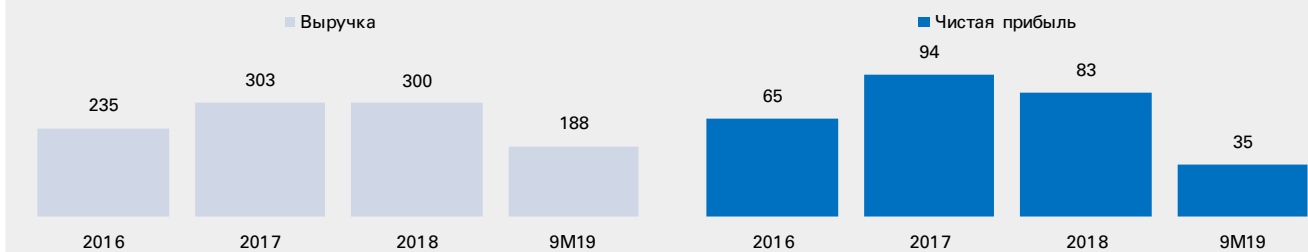
Отчет о прибыли, млрд UZS	2016	2017	2018	9M19
Выручка	235	303	300	188
Себестоимость	134	140	169	125
Валовая прибыль	101	163	131	63
SG&A	30	48	58	36
Прочие опер доходы	3	3	3	2
EBITDA	83	126	87	-
Амортизация	9	9	11	-
ЕБИТ	74	117	76	28
Фин доходы	4	29	16	18
Фин расходы	1	35	1	7
Доналоговая прибыль	77	111	91	39
Чистая прибыль	65	94	83	35
Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	9M19
Темпы роста выручки	45%	29%	-1%	-16%
Темпы роста EBITDA	170%	52%	-40%	0%
Темпы роста EBIT	219%	58%	-35%	0%
Темпы роста NOPLAT	227%	61%	-33%	0%
Темпы роста инвестированного капитала	51%	50%	21%	0%
Валовая маржа	43%	54%	44%	34%
EBITDA маржа	35%	42%	29%	-
EBIT маржа	32%	39%	25%	15%
NOPLAT маржа	26%	45%	19%	7%
Маржа чистой прибыли	28%	31%	28%	18%
Cash Flow, млрд UZS	2016	2017	2018	9M19
CFO	59	115	77	-
D&A	9	9	11	-
CFI	(44)	(98)	(20)	-
CapEx	(3)	(39)	(24)	-
CFF	(15)	(19)	(54)	-
Денежный поток	1	(2)	2	-
Наличность на начало года	8,2	9,2	7,7	-
Наличность на конец года	8,2	7,7	10,6	-
Справочные данные	2016	2017	2018	9M19
Акции в обращении, млн штук	-	46	48	96
Балансовая стоимость акции, UZS	-	4 992	6 271	3 175
Рыночная стоимость акции, UZS	-	-	2 700	3 270
Рыночная капитализация, млрд UZS	-	-	130	315
EV, млрд UZS	-	-	119	304
Капитальные инвестиции, млрд UZS	3,4	38,7	23,8	-
Рабочий капитал, млрд UZS	48	44	82	82
Реинвестиции, млрд UZS	7	26	51	-
BV, млрд UZS	162	228	302	306
Инвестированный капитал	161	241	291	320
EPS, UZS на акцию	-	2 061	1 712	360
Балансовый отчет, млрд UZS	2016	2017	2018	9M19
Запасы	54	52	77	77
Дебиторская задолженность	6	10	18	18
Денежные средства	20	10	12	12
Прочие краткосрочные активы	72	131	124	124
Текущие активы	152	203	230	230
Основные средства	33	67	59	63
Прочие долгосрочные активы	0	0	25	26
Сумма активов	185	270	314	318
Кредиторская задолженность	12	19	12	12
Прочие краткосрочные займы	6	0	0	0
Отложенные налоговые обязательства	2	3	0	0
Текущие обязательства	21	22	12	12
Долгосрочные заимствования	1	20	0	0
Долгосрочные обязательства	1	20	0	0
Собственный капитал	162	228	302	306
Обязательства и капитал	185	270	315	319
Поэлементный анализ ROIC	2016	2017	2018	9M19
Маржа NOPLAT, %	24%	42%	18%	7%
ICFO, x	1,5x	1,3x	1,0x	0,6x
ROIC, %	42%	46%	24%	24%
Себестоимость/выручка, %	57%	46%	56%	66%
Операционные издержки/выручка, %	71%	63%	76%	87%
Ликвидность и структура капитала	2016	2017	2018	9M19
EBIT/процентные платежи, x	61,3x	3,2x	55,0x	4,3x
Текущая ликвидность, x	7,3x	9,5x	18,6x	18,6x
Долг/общая капитализация, %	-	-	0%	0%
Долг/активы, %	4,2%	7,5%	0,0%	0,0%
Долг/собственные средства, x	0,4x	2,0x	0,0x	0,0x
Долг/IC, %	0,0x	0,1x	0,0x	0,0x
Собственные средства/активы, %	13%	5%	5%	5%
Активы/собственный капитал, x	1,1x	1,2x	1,0x	1,0x
Мультипликаторы	2016	2017	2018	9M19
P/B, x	-	-	0,4x	1,0x
P/E, x	-	-	1,6x	6,5x
P/S, x	-	-	0,4x	1,2x
EV/EBITDA, x	-	-	1,5x	-
EV/S, x	-	-	0,4x	1,2x

АО «Кварц»: ключевые цифры

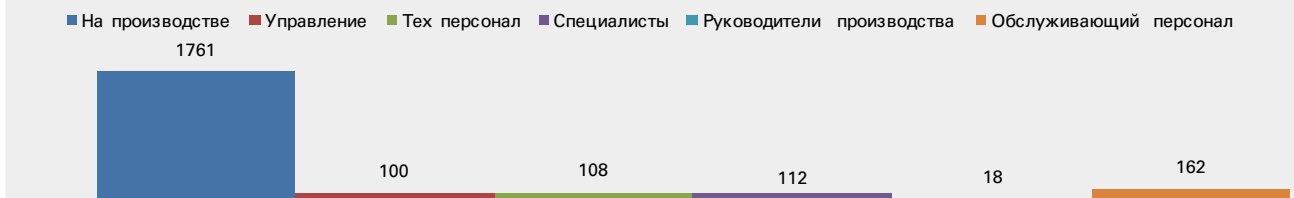
Общая площадь предприятия и количество цехов



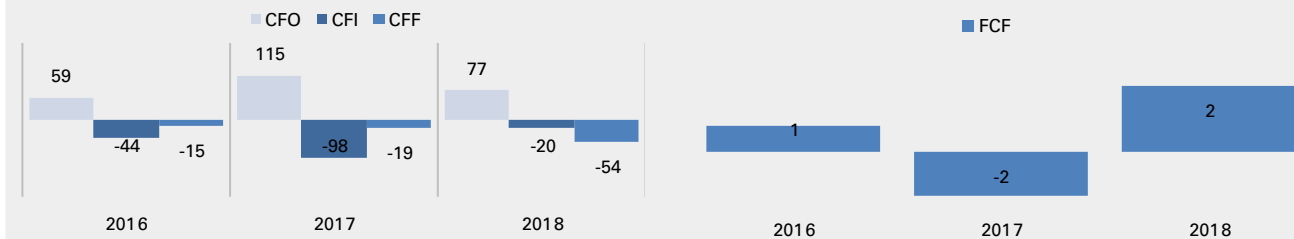
Выручка и прибыль



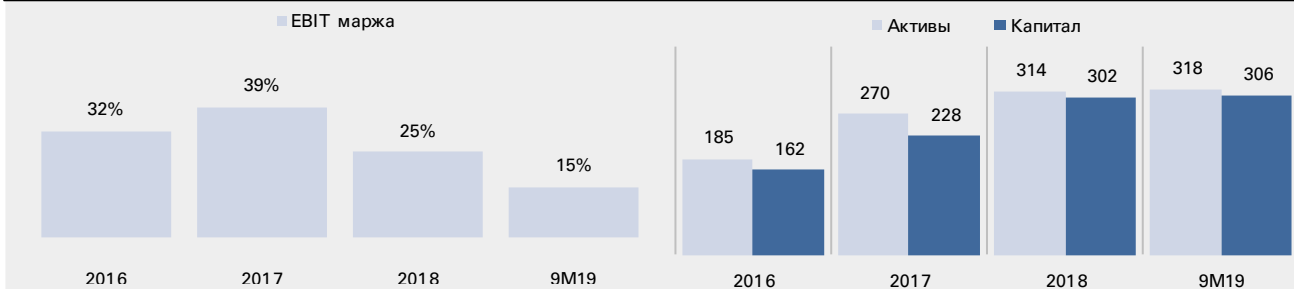
Количество сотрудников и их распределение



Денежные потоки



Маржа и активы



АО «Кварц»: ключевые факты

АО «Кварц» было создано в 1975 году для обеспечения стеклотарой консервных заводов Республики Узбекистан и Среднеазиатского региона. Основной деятельностью АО «Кварц» является: выпуск стеклянных банок, бутылок, стекла листового полированного, цветного и стекол для автомобильной промышленности, а также изготавливается закаленное стекло. Продукция полностью удовлетворяет потребности внутреннего рынка и экспортируется во многие страны: Казахстан, Туркменистан, Таджикистан, Киргизия и Афганистан.

За свою историю развития АО «Кварц» прошло нелегкий путь от небольшого завода до одного из самых крупных предприятий Республики Узбекистан. Главной задачей завода стало достижение и поддержание качества продукции и услуг, оказываемых потребителю на уровне, соответствующему мировому стандарту.

В 2005 году предприятие получило сертификат соответствия системы менеджмента качества ISO-9001, и было признано победителем конкурса «Лучшее предприятие Узбекистана»

Сфера деятельности и основные цели. Основная цель основания Общества – получение прибыли в интересах акционеров посредством финансово-хозяйственной деятельности Общества.

Основные задачи и направления деятельности:

- производство стеклотары, огнеупорных кирпичей, строительного, архитектурного стекла, стеклянных частей для автотранспорта, полиэтиленовой плёнки, а также тары из дерева и других материалов для банок и стекольной продукции, переработка стекла, производство из него различной мебели;
- выращивание сельскохозяйственной продукции, обеспечение населения продовольственной, хлебобулочной, кондитерской продукцией, овощами, фруктами, птицеводческой продукцией (яйцами, мясом птицы), а также продукцией животноводства (мясом, молоком);
- выращивание сельскохозяйственной продукции, переработка продукции, её расфасовка, хранение, реализация на рынках, а также через свои торговые отделения посредством переводов средств или расчетов, и экспорт;
- осуществление грузоперевозок для юридических и физических лиц за наличный и безналичный расчёт;
- открытие на территории Республики Узбекистан и за рубежом дочерних предприятий, представительств, филиалов, торговых и коммерческих магазинов для реализации продукции собственного производства, а также осуществление оптово-розничной торговли;

Продукция и основные покупатели АО «Кварц». АО «Кварц» занимается выпуском: стеклянных бутылок и банок, огнеупорных кирпичей, изделия из текстиля, фотопечать на стекле и услуги

лечебно-оздоровительного центра.

Продукция, выпускаемая на АО «Кварц», в основном реализуется на внутреннем рынке. Основными потребителями стеклотары являются предприятия вино-водочного комплекса и консервные заводы.

Листовое стекло в основном используется в строительстве и для дальнейшей переработки, закаленное стекло востребовано на рынке автомобильной индустрии и при производстве товаров народного потребления.

В настоящее время АО «Кварц» является единственным предприятием в республике Узбекистан, производящим листовое стекло, как бесцветное, так и различных оттенков, и цветов (бронзовое, зеленое, синее), а также дополнительно завозится листовое стекло из России, Китая и Киргизии.

Модернизация и производственная мощность АО «Кварц». На предприятии особое внимание уделяется модернизации предприятия, освоению новых видов продукции. В целях модернизации производства, улучшения качества и увеличения ассортимента продукции, в 2008 году предприятием были приобретены и освоены новые современные виды оборудования, такие как: пяти координатный фрезерный обрабатывающий центр марки MA-5B40 HE HAAS, универсальный заточный станок марки Juhger US-450, ультразвуковая новая очистка марки Finnsonic MO 170\IV, которые дают возможность изготавливать формокомплекты стеклянной тары сложной конфигурации с нанесением логотипов и деталей высокой точности.

В 2010 году ОАО «Кварц» освоило выпуск бронзового стекла, окрашенного в массу. Ранее такое стекло в республику завозилось из Китая, России, Турции, что влекло большие расходы валютных средств.

В связи с освоением современных видов оборудования в последние годы предприятием достигнуты возможности выпуска новых видов продукции высокого качества, отвечающего мировым стандартам. Результатом этого явились получение международных наград «Лавры славы» и «Золотой ягуар» - за безупречную репутацию в бизнесе и высокое качество продукции и услуг.

Стеклобанка выпускается на стеклоформирующих машинах ПВМ-12А и на 8-секционных машинах IS-8 немецкой компании «EMHART GLASS». Производственная мощность по стеклобанке - 269 млн шт. в условном 0,5 л исчислении. Выпуск стеклобутылки осуществляется посредством стеклоформирующих машин BB7 и IS-8, производственная мощность по стеклобутылке 110 млн шт. в условном 0,5 л исчислении. Стекло листовое полированное производится по современной технологии на оборудовании итальянской фирмы «TEKINT». Производственная мощность по листовому стеклу - 10 млн кв. м в условном 2 мм исчислении.

Новая линия производства листового стекла. В 2018 году было начато строительство новой флоат-линии по производству листового стекла с годовой мощностью в 22,2 млн кв. м с мощностью стекловаренной печи в 400 тонн в сутки в городе Куvasай. Планируется производство листового стекла толщиной от 2 до 19 мм, а также шириной в 3,66 м и длиной в 6 м. Данный проект должен будет уменьшить объемы импорта листового стекла,

который составляет 60% от общего потребляемого экономикой Узбекистана объема листового стекла. Стоимость проекта составит \$70,2 млн, 28,7 млн из которых были профинансированы собственными средствами компании. По завершении проекта компания увеличит объем производства листового стекла почти три раза.

Источники сырья и транспортное обеспечение. Все источники сырья предприятие добывает на территории Республики Узбекистан. Для своего производства АО «Кварц» использует: кварцевый песок (Навоийская область), доломит (Ферганская область), кальцинированная сода (Кунградский содовый завод), сульфат натрия (Кунградский содовый завод), натриевая селитра (Фергана), известняк (Андижанская область).

На территории предприятия действует 4 транспортных подразделения, с помощью которых поставляется сырье: железнодорожные (тепловозы), автомобильное (грузовые и легковые автомобили, автобусы), грузоподъемное (электро и авто кары, погрузчики), участок малой механизации (тракторы, автокраны, дорожно-ремонтная техника).

Конкуренция и доля рынка. АО «Кварц» является монополистом на внутреннем рынке строительного стекла и удовлетворяет более чем 60% потребностей по Республике Узбекистан, по стеклобанке составляет более чем 95% и по стеклобутылке – до 50%.

Производство стеклотары носит в основном сезонный характер и напрямую связано с жизнедеятельностью консервных и вино-водочных заводов.

Наличие в Узбекистане аналогичных заводов по выпуску стеклотары создает периодические трудности при реализации данной продукции.

В настоящее время в Республике действуют несколько заводов по выпуску стеклотары:

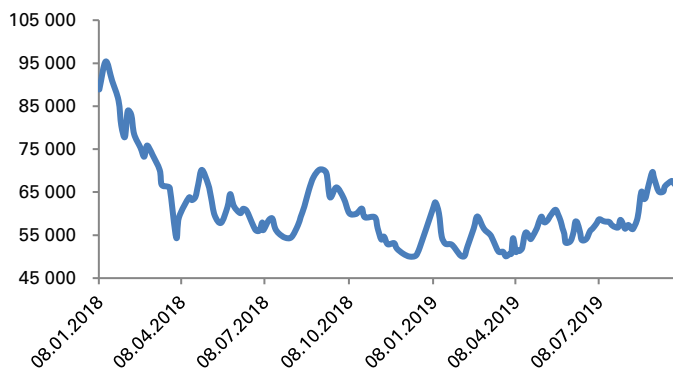
- АО «Кампали» в Ташкентской области выпускает стеклобанки и стеклобутылки на 5-ти машинах;
- АО «Асл ойна» в Ташкентской области выпускает стеклобутылки на 2-х секционных машинах;
- АО «Бекабад меткомбинат» в Ташкентской области выпускает стеклобанки на 2-х машинах. В данный момент производство остановлено на реконструкцию.
- «Каракалпакстеклотара» выпускает стеклобутылки на 2-х машинах;
- В городе Бекабад Ташкентской области планируется строительство стекольного завода по выпуску полированного стекла.

Рыночным преимуществом АО «Кварц» является постоянное расширение ассортимента востребованной на рынке продукции и отвечающей мировым стандартам.

Цены на стекло. Компания реализует свою продукцию на республиканской товарно-сырьевой бирже, где цены на товары могут варьироваться в зависимости от рыночных факторов. Так, цена на листовое стекло толщиной в 3,5 мм снизилось в первой

половине 2019 года, что стало причиной падения выручки и маржинальности компании. Тем не менее с начала июля цены на данный тип стекла выросли на 18% с начала июля, что позволит компании восстановить свои финансовые показатели.

График 1. Динамика цен на листовое стекло (3,5 мм) с начала 2018 года, тыс. сум



Источник: Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа

Акционеры. Акционерами общества по состоянию на конец 2018 года являются Центр по управлению государственными активами Республики Узбекистан (94,78%) и прочие миноритарные инвесторы (5,22%).

Модель оценка дает потенциал в 54%

Умеренная модель выручки дает 1 454 млрд UZS в 2027 году.

Предприятие АО «Кварц» является монополистом внутреннего рынка и удовлетворяет спрос более чем на 60%. За последние три года, выручка предприятия росла со средней скоростью в 24%, при этом темпы роста начинают снижаться в 2018 году и за первые девять месяцев 2019 года из-за некоторых структурных проблем.

Для расчета выручки новой линии завода мы исходили из прогноза объемов производства листового стекла и прогноза цен на каждую из видов продукции. В итоге мы предположили, что новая линия производства достигнет своего максимального потенциала к 2024 году, когда будет производиться около 25 млн кв. м листового стекла толщиной в 2 мм. Запуск новой линии предполагается к 2020 году, с объемом в 6,3 млн кв. м листового стекла с дальнейшим ростом объемов после пуско-наладочных работ. Также мы предположили, что старая линия производства будет работать в прежнем режиме без роста объемов, но с ежегодным ростом цен, что будет увеличивать выручку.

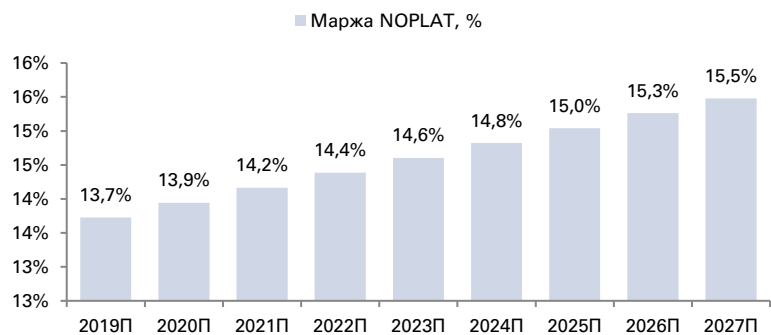
В итоге выручка АО «Кварц» достигнет 395 млрд UZS к 2020 году и 1 152 млрд к 2025 году. Темпы роста плавно снизятся с 57% в 2021 году до 17% в 2022 году и до 12% к 2026 году.

График 2. Прогноз выручки за период 2018 - 2027 гг.



Источник: на основе данных компаний, прогнозы АО «Фридом Финанс»

Маржа EBIT – движение к среднему. Маржа EBIT за последние 3 года упала с 32% до 25% и по нашим предположениям, исходя из будущих планов предприятия по расширению производства, к 2027 году она придет к уровню в 18%, что приведет к сокращению маржи NOPLAT с 28% в 2018 году до 15,5% в 2027 году. Тем не менее маржа NOPLAT будет медленно расти в течение прогнозного периода.

График 3. Прогноз маржи NOPLAT за период 2019-2027 гг.


Источник: на основе данных компаний, прогнозы АО «Фридом Финанс»

Средний WACC – 19,1%. Стоимость собственного капитала рассчитывается исходя из ставки рефинансирования центрального банка Узбекистана в 16% годовых плюс премия за риск в инвестиции в акции в 4,63 с бетой в 1,3х. Тем временем, стоимость долгового капитала в национальной валюте составила 16,1% с учетом полученных компанией валютного займа на строительство новой линии. В итоге средний WACC с учетом графика погашения займа компанией составил 19,1%.

Зрелый период. Темп роста в зрелом периоде был взят нами в 4,9%, исходя из 5% реального роста, так как мы ожидаем снижение темпов роста стекольной промышленности в зрелом периоде относительно ВВП.

Итоговая оценка в 487 млрд UZS по DCF. Основываясь на вышеизложенных предположениях стоимость АО «Кварц» в прогнозном периоде составит 149 млрд UZS и 165 млрд UZS в терминальном периоде. Стоимость операционных активов составляет 369 млрд UZS, учитывая чистую наличность за вычетом долга в 118 млрд UZS мы получаем оценку собственного капитала АО «Кварц» в 487 млрд UZS, что эквивалентно 5 050 UZS за 1 простую акцию, исходя из 96,4 млн размещенных акций на данный момент. **С учетом этой целевой цены фундаментальный потенциал роста к нижней границе диапазона SPO составляет 54%.**

Иллюстрация 1. Модель оценки АО «Кварц»

Модель расчета выручки, млрд UZS	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	ППП
Новая линия, тыс. кв. м										
листовое стекло толщиной 2 мм		277	832	888	965	1 110	1 110	1 073	1 110	
листовое стекло толщиной 3,5 мм		3 079	9 263	9 881	10 745	12 351	12 351	11 938	12 351	
листовое стекло толщиной 5 мм		120	360	384	418	481	481	464	481	
листовое стекло толщиной 6 мм		63	188	201	218	251	251	242	251	
листовое стекло толщиной 10 мм		25	76	81	88	101	101	98	101	
Итого, тыс. кв. м		3 563	10 720	11 435	12 434	14 294	14 294	13 816	14 294	
Цены, тыс. UZS/кв. м										
листовое стекло толщиной 2 мм	18,6	21,0	23,6	26,1	28,8	31,6	34,8	38,3	42,1	
листовое стекло толщиной 3,5 мм	16,4	18,6	20,8	23,1	25,4	27,9	30,7	33,8	37,2	
листовое стекло толщиной 5 мм	34,3	38,8	43,4	48,2	53,0	58,3	64,2	70,6	77,6	
листовое стекло толщиной 6 мм	40,8	46,1	51,6	57,3	63,1	69,4	76,3	83,9	92,3	
листовое стекло толщиной 10 мм	67,3	76,1	85,2	94,6	104,0	114,4	125,9	138,5	152,3	
Выручка новой линии		72	244	289	346	437	481	511	582	
Выручка старого завода	258	323	377	438	508	584	671	765	873	
Модель прогнозного периода, млрд UZS	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	ППП
темпы роста выручки, %	-20%	55%	60%	17%	17%	20%	13%	11%	14%	4,9%
(+) Выручка	258	395	621	727	853	1 021	1 152	1 294	1 454	1 526
(x) Операционная маржа	16%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	18%	18%	13%
(=) EBIT	41	64	102	122	145	176	202	230	262	192
Налоговая ставка	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
(-) Налог на EBIT	6	9	14	17	20	25	28	32	37	27
(=) NOPLAT	35	55	88	105	125	151	173	198	225	165
(-) чистые реинвестиции	170	64	65	23	27	35	21	35	40	52
(+) CapEx	200	63	43	46	49	53	56	60	65	
(+) изм в WC	5	41	65	23	27	35	21	35	40	
(-) DD&A	36	40	43	46	49	53	56	60	65	
(=) FCFF	(134)	(9)	23	81	98	117	152	162	185	113
(x) фактор дисконтирования	0,92x	0,77x	0,65x	0,55x	0,46x	0,38x	0,32x	0,26x	0,22x	
PV FCF	(123)	(7)	15	44	45	44	48	42	40	
Терминальная стоимость										764
PV Терминальной стоимости										165
Имплицитированные переменные модели	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	ППП
Выручка/капитал, x	0,53x	0,71x	1,00x	1,13x	1,28x	1,45x	1,59x	1,70x	1,82x	
Инвестированный капитал, млрд UZS	489	553	619	642	669	703	725	760	800	
Чистое реинвестирование, %	479%	116%	74%	22%	21%	23%	12%	18%	18%	31%
ROIC, %	7%	10%	14%	16%	19%	22%	24%	26%	28%	16%

Маржа NOPLAT, %	13,7%	13,9%	14,2%	14,4%	14,6%	14,8%	15,0%	15,3%	15,5%	11%
Расчет WACC	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	
Безрисковая ставка	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
Бета послерычаговая	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	
Премия за риск инвестирования	4,63%	4,63%	4,63%	4,63%	4,63%	4,63%	4,63%	4,63%	4,63%	
Стоимость собственного капитала	22%	22%	22%	22%	21%	21%	20%	20%	20%	
Ставка долга, до налогов	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
Ставка долга, после налогов	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	
СК/Стоимость компании	62%	60%	59%	64%	70%	78%	88%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании	38%	40%	41%	36%	30%	22%	12%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	20%	20%
Кумулятивная стоимость капитала	0,92x	0,77x	0,65x	0,55x	0,46x	0,38x	0,32x	0,26x	0,22x	0,18x
Оценка капитала, млрд UZS										
(=) Стоимость в прогнозном периоде	149									
(+) Стоимость в зрелом периоде	165									
(x) Коэффициент на дату оценки	1,18x									
(=) EV	369									
(-) Долг	17									
(+) Наличность	135									
(=) Оценка собственного капитала	487									
Рыночная капитализация	627									
Целевая цена на акцию, UZS	5 050									
Предложенная цена SPO, UZS	3 270									
Потенциал роста, %	54%									
Мультипликаторы	Оценка DCF									
P/BV, x	1,6x									
P/E, x	5,9x									

Источник: расчеты Фридом Финанс

*Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс» (Казахстан). 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.