

# АО «Узвторцветмет»:

## Обзор результатов 1П 2022



РЕКОМЕНДАЦИЯ

### HOLD

АО «Узвторцветмет»

Тикер: UVCM

Биржа: UZSE

Последняя цена: 11 500 UZS

Целевая цена: 13 600 UZS



### Финансовые показатели



**Норматов Тимур**

Инвестиционный аналитик

(+998) 97 781 02 23 | [normatov@ffin.uz](mailto:normatov@ffin.uz)

**Падение выручки и низкая маржа – главные угрозы для роста капитализации.**

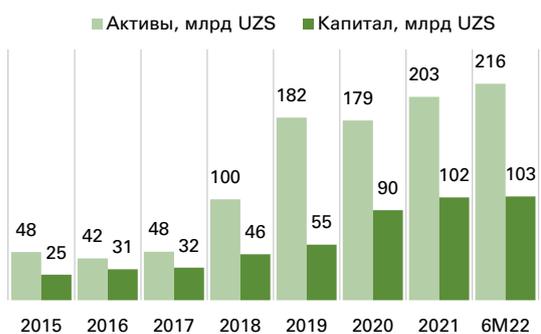
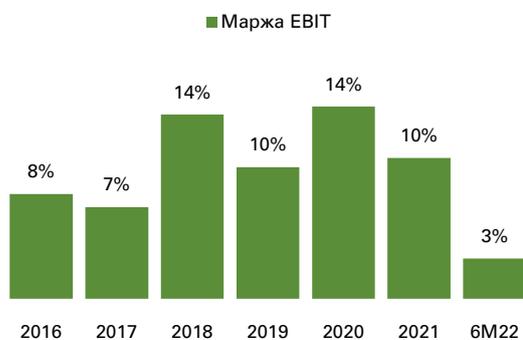
**(-) Падение выручки.** За 6 месяцев 2022 года выручка компании сократилась на 20,9% по сравнению с аналогичным периодом 2021 года. Такое падение может быть связано с ухудшающейся макроэкономической ситуацией на мировых рынках, т.к. компания получает более половины своей выручки за счет экспорта цветных металлов за рубеж. Также данное предположение подтверждается тем фактом, что товарно-материальные запасы компании выросли на 21,7% с начала года, что свидетельствует о проблемах со сбытом продукции.

**(+) Рост чистой прибыли.** Несмотря на падение выручки за рассматриваемый период, чистая прибыль компании более чем удвоилась с 1 244 млрд UZS за 6M21 до 2 637 млрд UZS за 6M22. Главными факторами, которые повлияли на рост чистой прибыли при падающей выручке стали сократившиеся административные расходы и налоги на прибыль. Компания выплатила в 3 раза меньше налогов в первой половине 2022 года (516 млрд UZS) по сравнению с первой половиной 2021 года (1 511 млрд UZS).

**(+) Менеджмент экономит средства.** С момента приватизации компании в августе 2021 года компания начала перестраивать свои бизнес-процессы, что сейчас проявилось в снижении административных и прочих операционных расходов на 34,1% и 15,3% соответственно по сравнению с прошлым годом. При этом стоит отметить, что операционные доходы компании сократились более чем наполовину за этот период (-52,7%).

**(-) Финансовая стабильность под угрозой.** Финансовая стабильность компании находится под угрозой из-за растущей и высокой кредиторской задолженности и низкой текущей ликвидности. Задолженность перед контрагентами компании выросла на 32,2% за год и составила 74 млрд UZS в конце первого полугодия 2022 года. Вместе с краткосрочными кредитами и займами текущие обязательства компании равны 82 млрд UZS, что составляет 78% текущих активов. При этом 61% текущих активов компании находится в виде ТМЗ (64 млрд UZS) и на балансе имеется незначительное количество наличных средств в размере 9 млрд UZS. В случае ухудшения внешней среды в краткосрочном периоде компания будет испытывать сложности с покрытием кредиторской задолженности, что может вынудить её брать новые займы или провести дополнительную эмиссию акций.

## Финансовые показатели



**(-) Дорогое сырье съедает прибыль.** По итогам 6 месяцев текущего года маржа по EBIT составила 3%, что значительно ниже среднего показателя (12%) за последние 4 года. Прибыльность компании снизилась из-за бурного роста цен на цветные металлы по всему миру в прошлом году и в первом квартале текущего года, что можно увидеть по росту доли себестоимости до 94% в валовой выручки компании. При этом стоит упомянуть, что начиная со второго квартала цены на металлы снизилась более чем на 40%, что должно снизить расходы компании в следующих кварталах. Помимо этого, с 1-ноября текущего года ввозимое металлическое сырье может быть освобождено от таможенных пошлин, что также положительно повлияет на прибыльность компании.

### Перспективы монополиста.

Во-первых, выход государства из акционерного капитала компании может быть расценено как положительно, так и отрицательно. С одной стороны, эмпирически доказано, что частные компании имеют превосходство над государственными в области управления бизнесом. С другой стороны, государство, будучи основным акционером, гарантировало исполнение всех обязательств и поддерживало финансированием для непрерывной деятельности компании. Для основательной оценки эффективности управления менеджмента под новым руководством необходимо понаблюдать за деятельностью и финансовыми показателями компании в течение следующих 2-3 кварталов.

Во-вторых, 12 августа текущего года президент Ш. Мирзиёев провел селекторное совещание с крупнейшими металлургами по вопросу развития металлургии в Узбекистане. Главными итогами совещания, которые следует отметить, стали задачи по гарантийному обеспечению сырьем металлургических компаний и стимулирование создания предприятий металлической продукции во всех регионах страны. В то время, как гарантийное обеспечение сырьем только приветствуется компанией Узваторцветмет, создание новых металлургических предприятий означает рост конкуренции для нее и необходимость компании бороться за рыночную долю в будущем.

В-третьих, сложная ситуация в мировой экономике и перебои в цепочках логистических поставок продолжают создавать сложности в деятельности металлургических компаний. Мы ожидаем, что сложная макроэкономическая ситуация будет присутствовать в среднесрочной перспективе. В связи с этим, а также исходя из вышеперечисленных аргументов, мы считаем что покупка акций Узваторцветмет (UVCM) будет нецелесообразной до получения дополнительных данных по экономике и финансовым показателям компании в течение следующих нескольких кварталов.

Отчет о прибыли, млрд UZS						Балансовый отчет, млрд UZS					
	2018	2019	2020	2021	6M22		2018	2019	2020	2021	6M22
<b>Выручка, млрд UZS</b>	<b>134</b>	<b>210</b>	<b>364</b>	<b>420</b>	<b>266</b>	Запасы	29	49	38	47	64
Себестоимость	100	163	285	330	251	Дебиторская задолженность	19	21	32	51	29
<b>Валовая прибыль</b>	<b>33</b>	<b>47</b>	<b>78</b>	<b>91</b>	<b>15</b>	Денежные средства	8	10	0	4	9
Расходы по реализации	1	1	1	1	1	Прочие активы	3	0	0	1	3
SG&A	5	7	12	29	5	<b>Текущие активы</b>	<b>59</b>	<b>80</b>	<b>71</b>	<b>103</b>	<b>105</b>
Прочие опер расходы	10	19	15	19	4	Основные средства	20	41	41	45	56
Прочие опер доходы	0	1	1	3	3	Прочие долгосрочные активы	22	61	67	54	54
<b>EBIT, млрд UZS</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>52</b>	<b>44</b>	<b>8</b>	<b>Сумма активов</b>	<b>100</b>	<b>182</b>	<b>179</b>	<b>202</b>	<b>215</b>
Фин доходы	15	6	38	3	4	Кредиторская задолженность	18	54	39	47	74
Фин расходы	18	15	54	15	9	Кредиты и займы	0	3	2	15	8
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>3</b>	<b>Текущие обязательства</b>	<b>18</b>	<b>58</b>	<b>41</b>	<b>62</b>	<b>82</b>
Налог на сверхприбыль	3	3	5	6	1	Долгосрочная кредиторская задолженность	0	0	0	0	0
<b>Чистая прибыль, млрд UZS</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>3</b>	Долгосрочные займы	36	69	49	38	29
						<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>36</b>	<b>69</b>	<b>49</b>	<b>38</b>	<b>29</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>6M22</b>	<b>Собственный капитал</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>90</b>	<b>102</b>	<b>103</b>
Темпы роста выручки	102%	57%	73%	16%	-21%	<b>Обязательства и капитал</b>	<b>100</b>	<b>182</b>	<b>179</b>	<b>203</b>	<b>215</b>
Темпы роста EBIT	306%	12%	153%	-15%	36%						
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-	-	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>6M22</b>
Темпы роста инвестированного капитала		12%	29%			Маржа NOPLAT, %	12%	9%	13%	9%	3%
Валовая маржа	25%	22%	22%	22%	6%	ICTO, x	3,5x	4,8x	6,5x		
EBIT маржа	14%	10%	14%	10%	3%	ROIC, %	47%	48%	93%		6%
NOPLAT маржа	12%	9%	13%	9%	3%	Себестоимость/выручка, %	-75%	-78%	-78%		-94%
Маржа чистой прибыли	9%	4%	9%	6%	1%	Операционные издержки/выручка, %	-72%	-73%	-78%		-96%
<b>Cash Flow, млрд UZS</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>6M22</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>6M22</b>
<b>CFO</b>	<b>16</b>	-	<b>38</b>	-	-	Текущая ликвидность, x	3,3x	1,4x	1,7x		1,3x
D&A	(3)	-	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	81%		
<b>CFI</b>	<b>(26)</b>	-	<b>1</b>	-	-	Долг/активы, %	36,4%	40%	28%		17%
CapEx	(26)	-	-	-	-	Долг/собственные средства, x	79,3%	131%	56%		36%
<b>CFF</b>	<b>18</b>	-	<b>3</b>	-	-	Долг/IC, %	94,3%	167%	90%		29%
<b>Денежный поток</b>	<b>7</b>	-	<b>42</b>	-	-	Собственные средства/активы, %	46%	30%	50%		48%
						Активы/собственный капитал, x	2,2x	3,3x	2,0x		2,1x

\*Настоящий отчет 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.