

# АО «Кварц»:

## Обзор результатов 1Н 2022

Результаты первого полугодия дают представление о полной мощности завода

АО Кварц

РЕКОМЕНДАЦИЯ

# BUY

Тикер на UZSE: **KVTS**

Текущая цена: **3 000 UZS**

Целевая цена: **5 310 UZS**

Потенциал роста: **77%**

### Динамика акций KVTS на UZSE



### Финансовые показатели



**Завод использует вторую линию в полную мощность.**

**(+) Расширение завода продолжает давать плоды.** Производственная мощность второй линии в 2 раза выше, чем у первой. В теории это должно было увеличить выручку с продажи листового стекла в 3 раза при допущении, что все другие условия остаются идентичными. Так как первая линия находилась в ремонте, по факту, выручка за первое полугодие 2022 выросла в более чем 2 раза, достигнув 27,5 млн USD при выручке в 12,3 млн USD в первом полугодии 2021, что демонстрирует полную производственную мощность второй линии. За последние 12 месяцев выручка выросла на 40% в сравнении с 2021 годом. К тому же, увеличенная производственная мощность позволила компании увеличить экспорт приблизительно в 2 раза, 4 млн USD в 2021 году по сравнению с 2,2 млн USD в 2020.

**(+) Сильная недооценка компании** в сравнении со схожими по деятельности компаниями в регионе MSCI emerging markets. Стоимость компании недооценена в среднем в 3,7 раз, а ее рыночная стоимость акции недооценена в среднем в 5 раз по сравнению со средними значениями в развивающихся странах. При этом, в сравнении с японским гигантом AGC и самым большим производителем стекла на турецком рынке Sisecam показывает недооценку стоимости Кварца в 1,5 раза и пониженную стоимость акций от 2,2 до 2,7 раз.

**(+) Отличная маржинальность.** Маржинальность прибыли компании находится на очень высоком уровне. Валовая маржа (38%), EBIT маржа (32%), EBITDA маржа (33%), NOPLAT маржа (30%), маржа чистой прибыли (19%) значительно превышают показатели сопоставимых компаний в регионе и находятся на уровне мировых лидеров по производству стекла.

**(+) Завершен ремонт 200-тонной печи.** Первая линия завода, приостановленная на три квартала, была запущена. Ожидается повышенная выручка в четвертом квартале 2022 года.

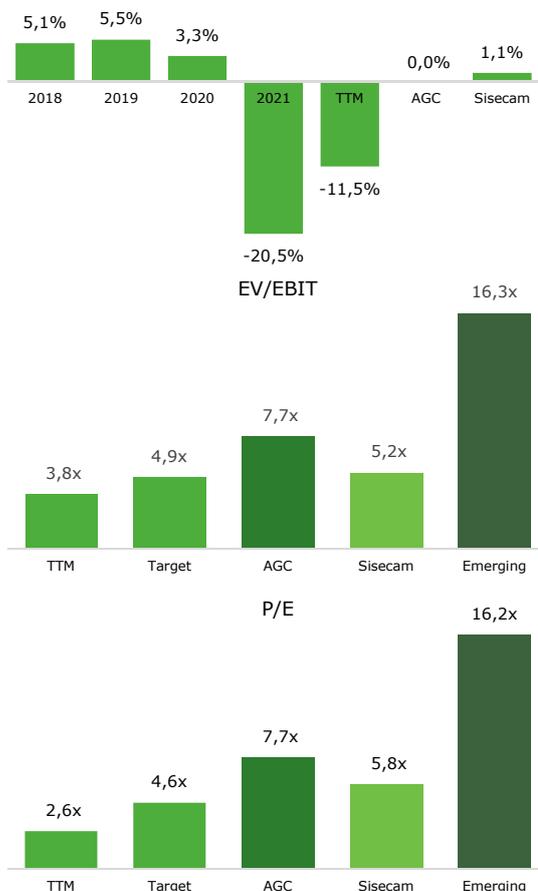
**(+) Высокие биржевые цены на листовое стекло.** Строительное стекло, занимающее 76% выручки Кварца, уже более года торгуется по ценам в среднем на 55% выше чем в 2019-2020.

**(-) Высокие операционные расходы.** Операционные расходы АО превышают средние показатели в MSCI emerging markets регионе на 4 пункта, но при этом находятся на том же уровне, что и мировые лидеры, 17-18%. Несмотря на высокие операционные расходы, прочие доходы с основной деятельности компании покрывают их большую часть, оставляя маржинальность на высоком уровне.

**Искандар Шералиев**  
инвестиционный аналитик  
(+998) 90 805 82 65 | [sheraliev@ffin.uz](mailto:sheraliev@ffin.uz)



Финансовая прибыль, % от выручки



**(-) Высокий уровень долга.** Постройка второй линии стоила компании всей своей ликвидности. Более 46% процентов активов финансируются долгом, по сравнению с 23% у AGC и 31% у Sisecam.

**(-) Большой вес финансовых потерь.** С недавнего времени компания начала нести большие потери в своей финансовой деятельности, -11,5% за последние 12 месяцев и -20,5% в 2021 году. Данные потери связаны с импортом сырья, оборудования и услуг в 20-21 годах (52 млн USD в 2020 и 6,6 млн USD в 2021), в большей степени для постройки 2ой линии. В будущем данные потери должны сократиться.

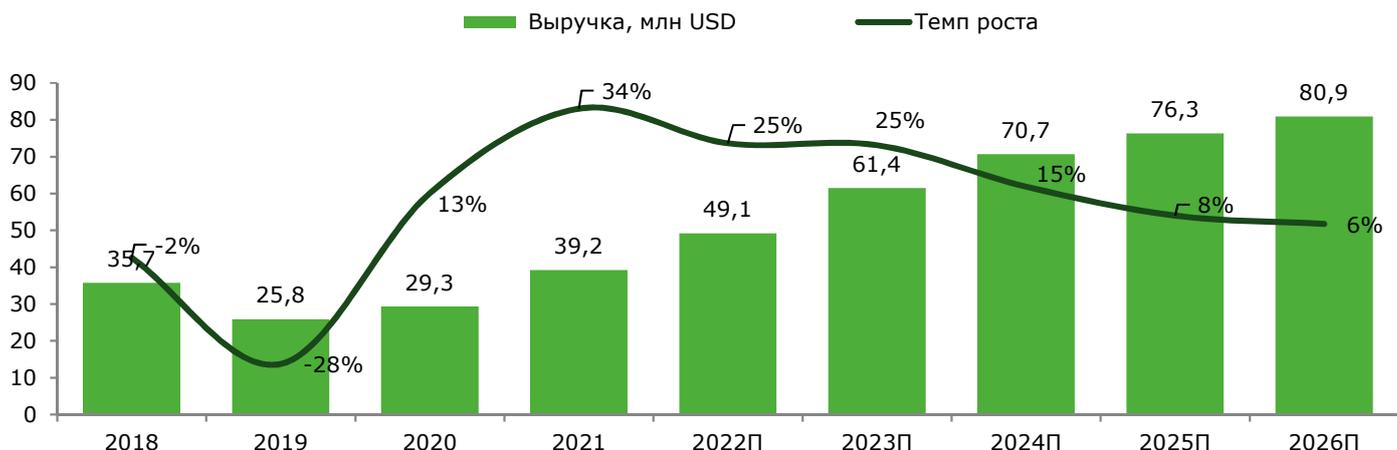
**(?) Эмитент отозвал планы по выплате дивидендов за 2021 год.** Компания изменила планы по выплате дивидендов на 21 год, вместо этого чистая прибыль была распределена на развитие (86,2%), фонд инновационного развития (10%) и резервный фонд (3,8%). В планах Кварца выплатить 14 млрд UZS в виде дивидендов по итогу 2022 года, что эквивалентно 4,84% див. доходности по текущей рыночной цене.

**(?) Неизвестен покупатель гос. доли компании.** 29 июля 2022 года был крайний срок по подачам заявок на покупку государственной доли, но на 10 октября 2022 нет данных по покупателю.

**Модель оценки** согласно будущим свободным денежным потокам компании оценивает стоимость компании в 937 млрд UZS (84,9 млн USD), капитализацию в 513 млрд UZS (46,5 млн USD) и цену акции в **5 310 UZS, с потенциалом роста 77% к текущей цене.** Согласно данной оценке компании, мультипликаторы принимают значение близкое к средним значениям по региону и лидерами рынка. Недооцененность остается, но она в пределах допустимого риска.

\*TTM – последние 12 месяцев, закончившиеся 30 июня 2022 года.

Отчет о прибыли, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM	Балансовый отчет, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM
<b>Выручка</b>	<b>300</b>	<b>247</b>	<b>308</b>	<b>423</b>	<b>594</b>	Запасы	77	110	117	142	137
Себестоимость	(169)	(165)	(220)	(275)	(366)	Дебиторская задолженность	18	126	562	38	41
<b>Валовая прибыль</b>	<b>131</b>	<b>82</b>	<b>88</b>	<b>149</b>	<b>228</b>	Денежные средства	12	3	6	1	1
Расходы по реализации	(8)	(10)	(12)	(18)	(25)	Прочие активы	124	22	6	7	6
Административные	(11)	(13)	(14)	(15)	(17)	<b>Текущие активы</b>	<b>230</b>	<b>261</b>	<b>691</b>	<b>188</b>	<b>185</b>
Прочие опер расходы	(39)	(53)	(27)	(39)	(62)	Основные средства	63	59	56	771	699
Прочие опер доходы	3	4	11	65	66	Прочие долгосрочные активы	26	120	170	27	28
<b>EBIT</b>	<b>76</b>	<b>9</b>	<b>47</b>	<b>142</b>	<b>189</b>	<b>Сумма активов</b>	<b>319</b>	<b>440</b>	<b>917</b>	<b>986</b>	<b>911</b>
Фин доходы	16	28	110	96	87	Кредиторская задолженность	12	39	34	75	88
Фин расходы	(1)	(15)	(100)	(183)	(156)	Кредиты и займы	-	-	-	213	83
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>91</b>	<b>23</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>121</b>	<b>Текущие обязательства</b>	<b>12</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>287</b>	<b>171</b>
Налог на сверхприбыль	(9)	(3)	(10)	-	(10)	Долгосрочная кредиторская задолжен:	-	-	-	-	-
<b>Чистая прибыль</b>	<b>83</b>	<b>20</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>111</b>	Долгосрочные банковские кредиты	-	88	526	361	337
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>	<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>-</b>	<b>88</b>	<b>526</b>	<b>361</b>	<b>337</b>
Темпы роста выручки	0%	-18%	25%	37%	40%	<b>Собственный капитал</b>	<b>306</b>	<b>313</b>	<b>357</b>	<b>337</b>	<b>403</b>
Темпы роста EBIT	-31%	-88%	400%	201%	34%	<b>Обязательства и капитал</b>	<b>319</b>	<b>440</b>	<b>917</b>	<b>986</b>	<b>911</b>
Темпы роста NOPLAT	22%	3%	12%	33%	122%	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>
Валовая маржа	44%	33%	28%	35%	38%	Текущая ликвидность, x	18,6x	6,8x	20,4x	0,7x	1,1x
EBIT маржа	25%	4%	15%	33%	32%	Долг/общая капитализация, %	0%	26%	171%	143%	145%
NOPLAT маржа	22%	3%	12%	33%	30%	Долг/активы, %	0%	20%	57%	58%	46%
Маржа чистой прибыли	28%	8%	15%	13%	19%	Долг/собственные средства, x	0,0x	0,3x	1,5x	1,7x	1,0x
EBITDA маржа	26%	4%	15%	35%	33%	Долг/IC, %	0%	28%	147%	104%	86%
EBITDASG&A маржа	45%	35%	32%	52%	51%	Собственные средства/активы, %	96%	71%	39%	34%	44%
SG&A маржа	19,2%	31,2%	16,9%	17,0%	17,6%	Активы/собственный капитал, x	1,0x	1,4x	2,6x	2,9x	2,3x
Финансовая прибыль, % от выручки	5,1%	5,5%	3,3%	-20,5%	-11,5%	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>	P/E	6,3x	16,8x	6,5x	7,4x	2,6x
Акции в обращении, млн штук	96	96	96	96	96	P/S	1,7x	1,4x	1,0x	1,0x	0,5x
Балансовая стоимость акции, UZS	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715	EV/S	1,7x	1,7x	2,7x	2,3x	1,2x
Рыночная стоимость акции, UZS	5 400	3 519	3 181	4 171	3 000	EV/EBIT	6,9x	45,4x	17,7x	6,9x	3,8x
Рыночная капитализация	520,8	339,4	306,8	402,3	289,3	EV/EBITDA	6,3x	28,2x	15,7x	5,1x	2,5x
EV	521	428	833	976	710						
Рабочий капитал	82	197	644	105	90						
Инвестированный капитал	306	313	357	550	486						
EPS, UZS на акцию	856	210	488	567	1 152						



## Динамика цен на товарно-сырьевой бирже:



\*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.