

АО «УзРТСБ»:

Высоко-маржинальный бизнес стремительно растет

АО УзРТСБ

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

 Тикер на UZSE: **URTS**

 Текущая цена: **18 000 UZS**

 Целевая цена: **26 300 UZS**

 Потенциал роста: **46,1%**

 Горизонт инвестирования: **12-мес**


Инвестиционный тезис:

(+) Стремительный рост. Среднегодовой темп роста выручки с 2016 года составил 30,6%, в то время как чистая прибыль росла в среднем 39,4% в год за этот период. По итогам 9 месяцев текущего года выручка и чистая прибыль биржи выросли на чуть более чем на треть (34%) по сравнению с аналогичным периодом в прошлом году. Объем торгов на бирже, что является основным источником дохода компании, также стремительно растет в последние годы. Корреляция между ростом суммы сделок на бирже и ростом её выручки составляет 93%. Так, среднегодовой темп роста в период с 2016г по 2021г составил 53,4% и достиг 87,3 трлн сум (\$8,07 млрд) по итогам прошлого года. Популярность биржи продолжила расти и в текущем году, чему свидетельствует тот факт, что за 9 месяцев 2022 года сумма сделок на бирже (97,4 трлн сум) превысила данный показатель за весь 2021 год.

(+) Высокая рентабельность. Бизнес-модель торговых площадок не требует высоких капитальных затрат и отличается своей высокой маржинальностью, что делает деятельность бирж устойчивой к внешним финансовым потрясениям. Так валовая маржа АО УзРТСБ постепенно улучшилась с 72% в 2017г до 91% в третьем квартале текущего года. Операционная и чистая маржа компании после спада в период с 2018г по 2021г, начала восстанавливаться в текущем году. Снижение маржи были вызвано увеличением операционных расходов биржи в этот период. По итогам деятельности биржи за третий квартал операционная и чистая маржа компании составили 58% и 53% соответственно.

(+) Устойчивое финансовое положение. На своем балансе АО УзРТСБ имеет почти 23млн долл. США в виде денежных средств, что более чем в два раза превышает все годовые расходы биржи. При этом она не имеет ни краткосрочных, ни долгосрочных долговых обязательств кроме обязательств за средства клиентов на расчетном счете биржи.

(+) Стабильная дивидендная политика. АО УзРТСБ является одной из немногих компаний на Ташкентской РФБ, которая стабильно выплачивает дивиденды своим акционерам на протяжении более чем 13 лет. В среднем компания выплачивала 84% своей чистой прибыли в виде дивидендов в течение последних 3 лет. Средняя доходность по дивидендам составила 8,01% на одну акцию. В консервативном варианте мы ожидаем, что биржа выплатит 65% своей чистой прибыли в виде дивидендов по итогам 2022 года, что предполагает 10,2% дивидендной доходности на одну акцию по текущей цене (18000 сум).

Динамика акций URTS на UZSE, 1 год



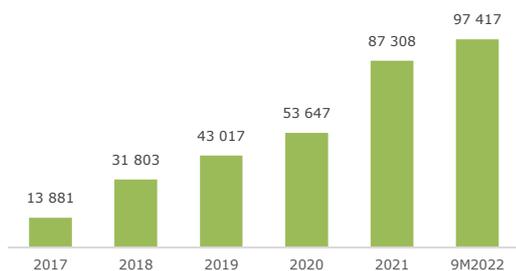
Финансовые показатели


Тимур Норматов

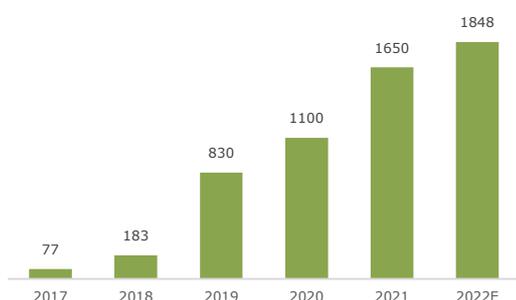
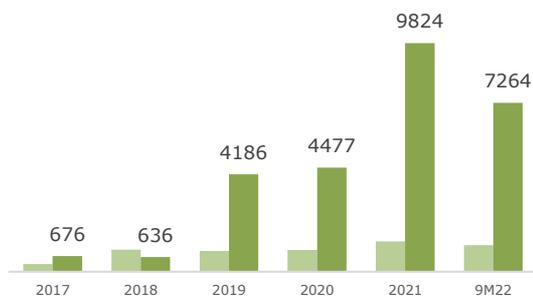
инвестиционный аналитик

 (+998) 97 781 02 23 | normatov@ffin.uz

Объем торговли на бирже УзРТСБ, млрд. сум



Дивиденды на акцию, сум


 ■ Административные расходы
 ■ Прочие операционные расходы


(+) Молодой рынок. Биржевая торговля в Узбекистане находится на раннем этапе своего развития и имеет огромный потенциал роста. По состоянию на май 2022 года, всего 3600, или 7%, из 45 тысяч местных промышленных предприятий продавали свою продукцию на УзРТСБ. Ожидается, что число местных продавцов на бирже увеличится в два раза к 2023 году, а товарное предложение вырастет в 5 раз, что, несомненно окажет положительное влияние на рост выручки компании в среднесрочном и долгосрочном периодах.

Риски

(-) Комиссионные доходы сократятся. Во втором квартале текущего года Президент Узбекистана Ш. Мирзиёев провел совещание по усовершенствованию деятельности УзРТСБ. По итогам совещания, в целях привлечения новых участников, было поручено сократить биржевые сборы в два раза, что несомненно негативно отразится на выручке биржи в предстоящие кварталы. Однако, мы ожидаем, что падение выручки из-за снижения сборов будет компенсировано ростом количества продавцов и предлагаемых ими товаров.

(-) Государственное вмешательство в деятельность частных предприятий имеет негативное влияние в долгосрочном периоде.

Технический анализ. В середине сентября прошлого года цена акции АО УзРТСБ (URTS) вышли вверх из консолидации в диапазоне 15000-17500 сум и достигла отметки 32000 сум за акцию в начале ноября. С тех пор цена, с временными скачками вверх, продолжила постепенно снижаться и вернулась обратно в диапазон, который теперь выступает в качестве глобальной поддержки. В текущий момент цена консолидируется над верхней границей диапазона около 21 и 50 дневных EMAs, которые также выполняют функцию локальной поддержки. Текущие ценовые уровни дают хорошую возможность для открытия длинных позиций с оптимальным Risk/Reward Ratio. При этом необходимо отметить, что 100 и 200 дневные EMAs (20228 сум и 20800 сум), которые находятся над уровнем текущей цены (18000 сум), будут выступать как сопротивление.

Резюме. Мы ожидаем, что выручка УзРТСБ будет и дальше расти в предстоящие годы по мере популяризации биржевых торгов среди местных промышленных предприятий. А высокий уровень рентабельности и низкая капиталоемкость бизнеса обеспечат стабильный уровень дивидендных выплат инвесторам. В связи с этим мы считаем инвестиции в акции УзРТСБ привлекательными в среднесрочной и долгосрочной перспективах. Наша модель оценки по DCF показывает, что справедливая стоимость акции УзРТСБ равна 26300 сум за единицу.

Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	2021	9M22
Запасы	0,0	0,0	0,0	0,0
Дебиторская задолженность	0,8	0,4	1,0	0,8
Денежные средства*	159,4	204,7	351,0	411,2
Прочие активы	0,0	0,0	0,0	0,0
Текущие активы	160,2	205,2	352,0	411,9
Основные средства	3,9	4,0	3,3	3,2
Прочие долгосрочные активы	1,2	0,4	0,9	1,1
Сумма активов	165,3	209,5	356,1	416,2
Кредиторская задолженность	151,1	194,0	336,3	395,0
Кредиты и займы	0,0	0,0	0,0	0,0
Текущие обязательства	151,1	194,0	336,3	395,0
Долгосрочная кредиторская задолженность	0,0	0,0	0,0	0,0
Долгосрочные займы	0,0	0,0	0,0	0,0
Долгосрочные обязательства	0,0	0,0	0,0	0,0
Собственный капитал	13,9	15,6	19,8	21,2
Обязательства и капитал	165,0	209,5	356,1	416,2

*включает денежные средства на расчетном счете клиентов на бирже

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	2021	9M22
Выручка	15,5	17,5	27,3	25,9
Себестоимость	1,9	2,1	2,6	2,4
Валовая прибыль	13,6	15,4	24,7	23,5
Расходы по реализации	0,1	0,1	0,3	0,1
SG&A	0,9	0,9	1,3	1,1
Прочие опер расходы	4,2	4,5	9,8	7,3
Прочие опер доходы	0,4	0,1	1,1	0,1
ЕБИТ	8,9	10,0	14,4	15,0
Фин доходы	0,8	0,6	2,3	3,5
Фин расходы	0,0	0,0	0,9	2,3
Доаналоговая прибыль	9,7	10,7	15,8	16,2
Налог	1,1	1,6	2,8	2,6
Чистая прибыль	8,6	9,1	13,0	13,6
Рост и маржа (%)	2019	2020	2021	9M22
Темпы роста выручки	116%	22%	13%	34%
Темпы роста ЕБИТ	178%	-4%	13%	34%
Темпы роста NOPLAT	—	—	—	—
Темпы роста инвестированного капитала	—	—	—	—
Валовая маржа	88%	88%	91%	91%
ЕБИТ маржа	57%	57%	53%	58%
NOPLAT маржа	52%	66%	50%	48%
Маржа чистой прибыли	55%	52%	48%	53%

*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.