

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО UzAuto Motors

 Потенциал роста: **25%**

 Целевая цена на акцию: **90 637 UZS**

Диапазон цены на акцию на IPO:

72 500 – 81 500 UZS

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Узбекистан | Автопром

оценка перед IPO

Крупнейший автопром СНГ выходит на IPO



Выручка, 6M2022, ТТМ (млн USD)	2 892
EBITDA, 6M2022, ТТМ (млн USD)	277
Чистая прибыль, 6M2022, ТТМ (млн USD)	209
Чистый долг, 6M2022 (млн USD)	221

P/E по цц, 6M2022, ТТМ (x)	10,4x
P/B по цц, 6M2022, ТТМ (x)	3,4x
EV/EBITDA по цц, 6M2022, ТТМ (x)	8,7x
ROA, 6M2022, ТТМ (%)	9%
ROIC, 6M2022, ТТМ (%)	22%
ROE, 6M2022, ТТМ (%)	35%
Маржа EBITDA, 6M2022 (%)	9,6%

Капитализация по нижней границе (млн USD)	1 748
Капитализация по ЦЦ (млн USD)	2 185
Диапазон дисконта на размещения	10-20%
Потенциал роста к нижней границе размещения (%)	25%
Дивиденды от чистой прибыли (%)	30%
Дата закрытия книги IPO	22.12.22



АО «UzAuto Motors» - крупнейшая компания по производству автомобилей в СНГ, производящая более 360 тысяч авто в год, с планами по увеличению производственных мощностей до 500 тысяч авто в год. Компания производит 8 моделей автомобилей в технологическом партнерстве с General Motors, на данный момент 100% акционером компании является государство. Компания выходит на IPO на Ташкентской бирже в конце 2022 года.

Первые в Узбекистане и Казахстане. Компания занимает более 90% рынка Узбекистана по продажам автомобилей, а также занимает первое место в Казахстане с долей рынка более 30%.

Стремительный рост. Компания стремительно развивается с 1993 года, наращивая свою выручку с 0,2 млрд USD в 1993 году до 2,9 млрд USD за последние 12 месяцев. Средний рост выручки за последние пять лет составил 26%, чистая прибыль выросла с 93 млн долларов в 2018 году до 209 млн за последние 12 месяцев. Компания поэтапно работает над обновлением модельного ряда и модернизацией текущих моделей авто.

Выход на международный рынок капитала. В апреле 2021 компания выпустила евробонды на Лондонской бирже на сумму 300 млн USD сроком на 5 лет. Первоначальная ставка была установлена на уровне 5,375%; после почти пятикратной переподписки ставка была снижена до 4,85%. Согласно Постановлению Президента, компания должна выйти на IPO на Ташкентской бирже до конца 2022 года, а затем на IPO на международной площадке, предлагая инвесторам до 25% доли в компании.

Солидный потенциал. Консервативный сценарий оценки с учетом прогнозов по планам самого предприятия с реализацией ряда инвестиционных проектов и увеличения мощностей проецирует оценку собственного капитала автопромышленного предприятия в 2,19 млрд USD. Целевая цена составляет 8,09 USD (90 637 UZS) за акцию. Потенциал к нижней границе размещения на IPO составляет 25%. Компания также собирается направлять 30% от чистой прибыли на дивидендные выплаты, что даст инвесторам дополнительный доход.

Бехрузбек Очиллов, ACSI
 Менеджер по инвестиционному банкингу
 (+998) 99 857 17 84 | bochilov@ffin.uz

Искандар Шералиев
 Инвестиционный аналитик
 (+998) 90 805 82 65 | sheraliev@ffin.uz

АО «UzAuto Motors»: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	2021	6M22	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	2021	6M22
Выручка	2 799	2 624	2 162	1 739	Запасы	490	336	767	691
Себестоимость	2 292	2 251	1 837	1 516	Дебиторская задолженность	196	271	207	178
Валовая прибыль	507	373	325	223	Денежные средства	46	29	136	80
Расходы по реализации	62	57	57	56	Прочие активы	214	234	386	618
SG&A	95	86	93	47	Текущие активы	945	870	1 496	1 568
Прочие опер расходы	8	7	1	-	Основные средства	307	326	524	547
Прочие опер доходы	5	7	27	24	Прочие долгосрочные активы	112	101	210	193
ЕБИТ	347	230	201	144	Долгосрочные активы	419	427	734	740
Фин доходы	9	29	20	13	Сумма активов	1 364	1 297	2 230	2 308
Фин расходы	64	60	22	6	Кредиторская задолженность	446	366	442	496
Доналоговая прибыль	292	200	199	151	Задолженность по поставке авто	500	234	873	772
Налог на прибыль	35	40	33	23	Краткосрочные займы	12	239	29	3
Чистая прибыль	257	160	166	127	Прочие текущие обязательства	18	21	18	68
Рост и маржа (%)	2019	2020	2021	6M22	Текущие обязательства	976	861	1 361	1 338
Темпы роста выручки	30%	-6%	-18%	72%	Кредиты и займы	-	6	300	299
Темпы роста ЕБИТ	200%	-34%	-13%	47%	Прочие долгосрочные обязательства	32	26	24	21
Темпы роста NOPLAT	205%	-39%	-12%	-	Долгосрочные обязательства	32	32	324	320
Темпы роста инвестированного капитала	187%	112%	199%	-	Собственный капитал	356	404	545	650
Валовая маржа	18%	14%	15%	13%	Обязательства и капитал	1 364	1 297	2 230	2 308
ЕБИТДА маржа	14%	10%	11%	9%	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	2021	6M22
NOPLAT маржа	11%	7%	8%	-	Маржа NOPLAT, %	11%	7%	8%	-
Маржа чистой прибыли	9%	6%	8%	7%	ICFO, x	-	-	-	-
Отчет о ДДС, млн USD	2019	2020	2021	6M22	ROIC, %	66%	37%	19%	22%
СФО	259	(125)	518	(29)	Себестоимость/выручка, %	-82%	-86%	-85%	-87%
D&A	55	38	33	16	Операционные издержки/выручка, %	-6%	-6%	-8%	-7%
СФИ	(27)	(115)	(473)	24	Ликвидность и структура капитала	2019	2020	2021	6M22
СарEx	(19)	(90)	(250)	(48)	Текущая ликвидность, x	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x
СФФ	(212)	233	72	(46)	Долг/общая капитализация, %	-	-	-	-
Денежный поток	20	(8)	117	(56)	Долг/активы, %	1%	19%	15%	13%
					Долг/собственные средства, x	3%	61%	60%	46%
					Долг/IC, %	3%	38%	38%	32%
					Собственные средства/активы, %	26%	31%	24%	28%
					Активы/собственный капитал, x	383%	321%	409%	355%

Источник: на основе данных компании, расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 1. Сравнение оценки АО «UzAuto Motors» по целевой цене и текущей стоимости автопроизводителей

	ROE	ROA	Валовая маржа	Маржа чистой прибыли	P/E по цц	P/S по цц	P/B по цц	Средний темп роста выручки за 5 лет
UzAuto Motors по цц	35%	9,3%	13%	7,3%	10,4	0,76	3,36	26%
General Motors	13%	3,5%	14%	6,7%	6,8	0,40	0,83	-3%
Hyundai	6,2%	2,6%	19%	4,3%	8,9	0,34	0,55	5%
Kia Motors	14%	7,2%	19%	6,6%	6,5	0,45	0,93	6%
Renault	6,3%	0,1%	20%	4,1%	4,9	0,18	0,30	-2%
BMW	26%	8,3%	18%	17%	2,6	0,44	0,60	3%
Volkswagen ST	11%	3,3%	18%	7,5%	4,2	0,34	0,53	3%

Источник: на основе данных компании, расчеты Freedom Broker

АО «UzAuto Motors»: производимые модели

				<i>Дизайн и конструкция</i>
<i>Класс</i>	<i>Модель (СКД)</i>	<i>Прогноз производства, шт (2022)</i>		<i>Тип кузова</i>
A	Spark	15 000		5-дв. хетчбэк
B	Nexia 3	24 000		4-дв. седан
B	Cobalt	100 000		4-дв. седан
B	Onix	Старт в 2023 г.		4-дв. седан
C	Lacetti	90 000		4-дв. седан
SUV	Tracker	19 000		5-дв. SUV
MPV	Damas/Labo	92 000		микровэн
<i>Класс</i>	<i>Модель (SUP)</i>	<i>Прогноз реализации, шт (2022)</i>		<i>Тип кузова</i>
D	Malibu 2			4-дв. седан
SUV	Equinox	7 220		5-дв. универсал
SUV	Trailblazer			5-дв. SUV
SUV	Traverse			5-дв. SUV
SUV	Tahoe			5-дв. SUV

Источник: на основе данных компании

АО «UzAuto Motors»: география экспорта

Иллюстрация 2. Карта экспорта и зарубежного производства АО «UzAuto Motors»



Источник: на основе данных компании

АО «UzAuto Motors»: ключевые факты

АО «UzAuto Motors» - крупнейшая компания по производству автомобилей в СНГ, с производственной мощностью в 360 тысяч авто и планами по увеличению мощностей до 500 тысяч авто к 2026 году. Компания производит 8 марок автомобилей в технологическом партнерстве с General Motors, на данный момент 100% акционером компании является государство. Компания выходит на IPO на Ташкентской бирже в конце 2022 года.

Структура акционеров.

100% акционером компании является ООО UzAuto PVM, чьим 100% акционером, в свою очередь, является АО Узавтосаноат, которая одновременно является и регулятором автопромышленной отрасли в Узбекистане. 100% акционером АО Узавтосаноат является Министерство Финансов Республики Узбекистан.

Иллюстрация 4. Структура акционеров АО «UzAuto Motors»



История компании.



Компания была основана в 1993 году, наращивая свою выручку с 0,2 млрд USD в 1993 году до 2,9 млрд USD за последние 12 месяцев. Производство первых моделей авто компания начала в 1993 году с выпуска Nexia, Tico и Damas в городе Асака. В 2001 году начался

выпуск автомобилей Matiz, в 2003-2006 году – начато производство Lacetti и новой модели Damas B150.

В 2007 году стартовали продажи моделей Tascuma, Epica и Captiva. Совместное предприятие с General Motors было запущено в 2008 году, вместе со стартом производства Nexia 2 и обновленной модели Lacetti. В 2010 году началось производство модели Spark, в 2012 году – производство модели Cobalt и запуск продаж модели Malibu. В 2013 году – старт производства модели Gentra. В 2014 году была запущен новый завод в городе Питнак в Хорезмской области, а также был дан старту продаж модели Orlando. В 2015-2016 годах начато производство моделей Labo и Nexia T250. В 2017 году было подписано соглашение о стратегическом партнерстве с General Motors, а также стартовали продажи модели Malibu второго поколения. В 2018 году стартовали продажи модели Tracker. В 2017-2019 годах правительство Узбекистана начало выкуп доли General Motors в компании General Motors Uzbekistan, и, выкупив полностью компанию в 2019 году, переименовало ее в UzAuto Motors.



В 2019 году компания дала старт продажам сразу четырех моделей авто – Equinox, Trailblazer, Traverse и Tahoe. В 2020 году был получен сертификат BIQ IV. В 2022 году стартовало производство модели Tracker (GEM).

Производственный процесс.

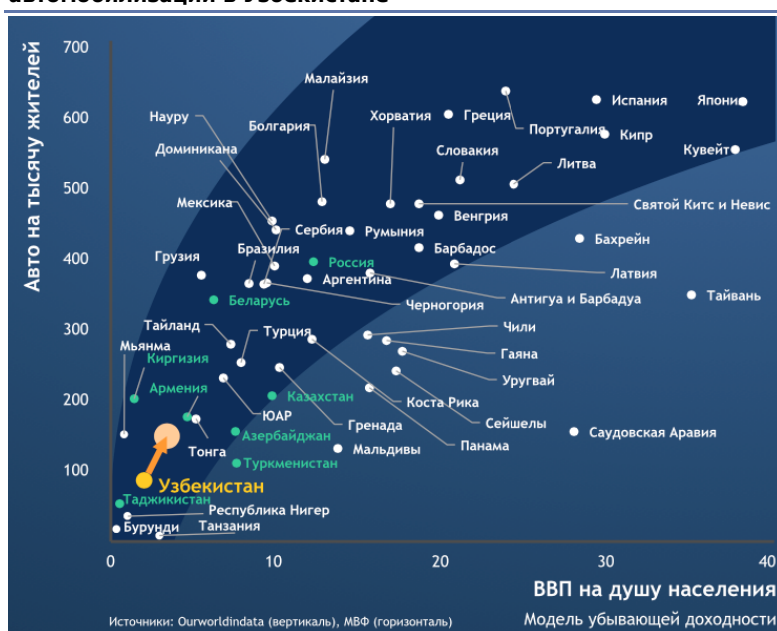
Процессы Компании для местного производства, которые, за исключением особо оговоренных случаев, в равной степени применимы к ее производственным объектам в Асаке и Питнаке:

- **Штамповка.** Стальные пластины штампуются в кузовные детали автомобилей в штамповочных цехах на заводе в г. Асака и на заводе в г. Питнак;
- **Сварка.** Сварка – это процесс, при котором кузова транспортных средств формируются путем сварки соответствующих частей кузова транспортных средств, произведенных штамповочным цехом Компании, и других штампованных деталей, и аксессуаров, закупаемых у поставщиков;
- **Покраска.** Все полуфабрикаты и внешние детали обрабатываются на поверхности и окрашиваются с использованием передовых и автоматизированных процессов;

- **Сборка.** Все полуфабрикаты, внешние детали, шины, двигатели и другие стандартные внешние детали собираются в готовую продукцию;
- **Тестирование и проверка.** Готовая продукция отправляется на испытания и дальнейшие корректировки и доводку с последующей комплексной общей проверкой;
- **Складирование и отгрузка.** Готовая продукция поступает на хранение на склады торговых агентов Компании.

Будущее компании.

Иллюстрация 5. Модель убывающей доходности автомобилизации в Узбекистане



Источник: на основе данных компании

На данный момент, показатель владения авто в Узбекистане составляет 87 автомобилей на 1000 человек по ВВП на душу населения в 2002 доллара США. Нижняя позиция в корреляционной модели объясняется аккумуляцией спроса, перенесенным с 2020-2021 года. Средний ежегодный спрос автомобилей до 2027 года оценивается в 500 тысяч единиц. К 2027 году, с текущими темпами роста ВВП на душу населения, количество авто на 1000 человек достигнет 140 единиц на 1000 человек. Эмитент, занимающий доминирующее положение на рынке, будет наращивать производственные мощности для удовлетворения растущего спроса.

Таким образом, рост компании планируется обеспечить за счет увеличения локализации текущих производимых моделей, увеличения мощностей по производству моделей, а также введения новых моделей авто.

Компания планирует запустить новый модельный ряд Chevrolet и начать производство модели Onix B-класса с 2023 года на новой единой платформе GM, известной как Global Emerging Market (GEM). Платформа GEM включает кузова хэтчбек, седан, универсал и кроссовер/внедорожник. Компания считает, что новый модельный

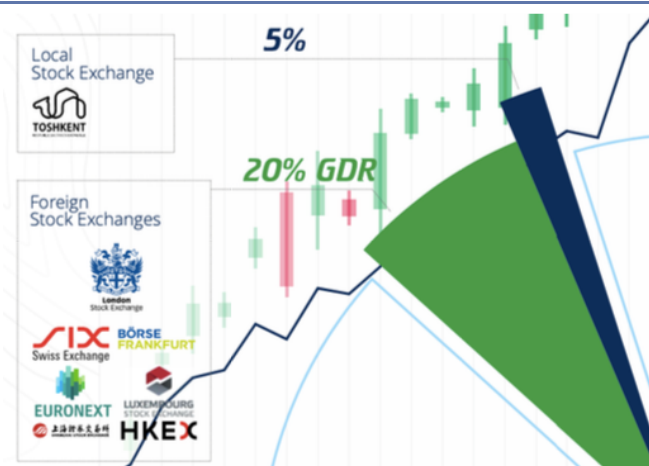
ряд повысит как местные, так и экспортные продажи. В июле т.г. на заводе в г. Асака было запущено производство первой модели данной платформы легкий кроссовер Tracker.

Компания также планирует наращивать объем производства и нацелена на модернизацию текущего модельного ряда. Так, ожидается увеличения объема производства до 500 тыс. единиц в год и рестайлинг двух текущих моделей, популярных среди населения.

В более долгосрочной перспективе, примерно с 2027 года, компания планирует выйти на рынок электромобилей. Многие ведущие производители автомобилей уже объявили о своей будущей стратегии разработки и производства электромобилей. В частности, GM объявила о планах потратить более 27 млрд USD в период с 2020 по 2025 год на разработку продуктов для электромобилей и автономных транспортных средств, что превышает инвестиции в бензин и дизельное топливо, как сообщается на ее веб-сайте. В свою очередь, ожидается, что это позволит компании ускорить переход от производства автомобилей с двигателями внутреннего сгорания к электромобилям.

В 2019 году Компания и GM договорились о том, что Компания в течение оставшегося 10-летнего периода действия соглашения об альянсе будет иметь исключительное право на экспорт автомобилей под маркой Chevrolet и произведенных ею запасных частей через дистрибьюторов в странах СНГ и Афганистан. Соответственно, с 2020 года Компания перешла с экспорта своих автомобилей под маркой Ravon на экспорт под маркой Chevrolet. Кроме того, Компания также получила право на реэкспорт моделей Chevrolet премиум-класса, которые она импортирует как SUP, разбирает в Узбекистане, а затем экспортирует в виде крупноузловых комплектов, поскольку это более рентабельно, чем прямой реэкспорт готовых автомобилей.

Компания экспортирует автомобили таким образом в течение ряда лет, при этом ее основным рынком сбыта остается Казахстан. По итогам первого полугодия 2022 года модели Cobalt и Nexia лидируют в рейтинге самых продаваемых автомобилей в Казахстане. Chevrolet – самый продаваемый автомобильный бренд в Казахстане, доля рынка компании составляет более 30%. В настоящее время Компания применяет такой же подход к экспорту автомобилей в Азербайджан, и Компания также планирует использовать этот подход для укрепления своих позиций в некоторых других странах СНГ.

Выход на международный рынок капитала.**Иллюстрация 6. Структура размещения акций АО «UzAuto Motors» на рынках капитала**

В январе 2021 компания получила рейтинг S&P: B+/B, прогноз стабильный. Рейтинг на полторы ступени ниже суверенного. В апреле 2021 компания выпустила свои облигации на Лондонской бирже. Были выпущены евробонды формата RegS/144A на сумму 300 млн USD сроком на 5 лет. Первоначальная ставка была установлена на уровне 5,375%; после почти пятикратной переподписки ставка была снижена до 4,85%. Согласно Постановлению Президента, компания должна выйти на IPO на Ташкентской бирже до конца 2022 года, а затем на IPO на международной площадке, предлагая инвесторам до 25% доли в компании.

Менеджмент.

Генеральным директором компании в августе 2021 года был назначен Бо Инге Андерссон. Является выпускником Военной академии Швеции и программы высшего менеджмента Гарвардского университета, а также имеет степень бакалавра делового администрирования Стокгольмского университета. Карьеру в автомобилестроительной отрасли начал в 1987 году, получив должность менеджера компании GM по взаимодействию с компанией Saab Automobile AB. В 1990 году назначен вице-президентом SAAB по закупкам. В 1993 году перевёлся обратно в GM в качестве исполнительного директора по закупкам электротехники, а в 1994 году возглавил направление по закупкам химических материалов. После нескольких лет работы на руководящих позициях в 1997 году назначен на должность вице-президента по закупкам GM Европа. В 1999 году вернулся в Северную Америку, где возглавил группу по международным закупкам GM. С апреля 2007 по июнь 2009 года вице-президент GM Group по глобальной политике закупок и развитию сети поставщиков. В июне 2009 года покинул General Motors и стал советником Олега Дерипаски по автомобилестроению, также возглавив совет директоров предприятия Группа ГАЗ. 7 августа 2009 года назначен президентом «Группы ГАЗ». Под его руководством «Группа ГАЗ» обновила модельный ряд в соответствии с современными требованиями рынка, начала реализацию совместных проектов с ведущими международными автопроизводителями и укрепила лидерство на

рынке лёгкого коммерческого транспорта. В 2012 году «Группа ГАЗ» получила чистую прибыль 8,8 миллиарда рублей по МСФО, что на 3,5 % превысило показатель 2011 года. С 5 ноября 2013 года Совет директоров ОАО «АвтоВАЗ» утвердил Андерссона президентом. Он вступил в должность 13 января 2014 года. С этого же времени Бо Андерссон стал председателем правления АвтоВАЗа. Бо Андерссон объявил о своём уходе из АО "АвтоВАЗ" 17 февраля 2016 года. Он проработал в АвтоВАЗе до 3 апреля 2016 года, занимаясь передачей дел новому руководству. После ухода из АвтоВАЗа Андерссон возглавил Bo Group Enterprises и стал читать лекции по закупкам на курсе MBA в Линчепингском университете. С июля 2017 года стал директором компании Yazaki в Европе и Африке, а 3 марта 2018 в Северной и Центральной Америке.

Риски.

Эмитент имеет высокие репутационные риски.

Деятельность компании нередко критикуется за нехватку автомобилей и доминирующей положение на локальном рынке.

Эмитент полагается на свой альянс с GM для производства новых моделей.

Для производства авто компания полагается на соглашение о сотрудничестве с General Motors. Нет никаких гарантий, что данный договор не будет прекращен, однако, мы рассматриваем данный риск как маловероятный.

Конкурентоспособность эмитента.

Автомобильная промышленность является конкурентной, и компания сталкивается с конкуренцией со стороны других производителей и дистрибьюторов автомобилей в Узбекистане и на других рынках, на которых она работает. Основными конкурентами компании в Узбекистане являются Hyundai, KIA и Cherry. Хотя компания остается лидером рынка в Узбекистане, снижение тарифов на импорт авто может оказать существенное негативное влияние на бизнес UzAuto Motors. Рынки же помимо Узбекистана, куда UzAuto Motors экспортирует свою продукцию, являются конкурентным с точки зрения качества продукции, инноваций, цен, экономии топлива, надежности, безопасности, потребительского сервиса и предлагаемых финансовых услуг, и конкуренты компании могут быть лучше капитализированы и иметь большую долю рынка на некоторых из этих рынков. В частности, UzAuto Motors может оказаться не в состоянии эффективно конкурировать с другими производителями автомобилей в отношении электрификации, автономного вождения, мобильности и других развивающихся тенденций в отрасли.

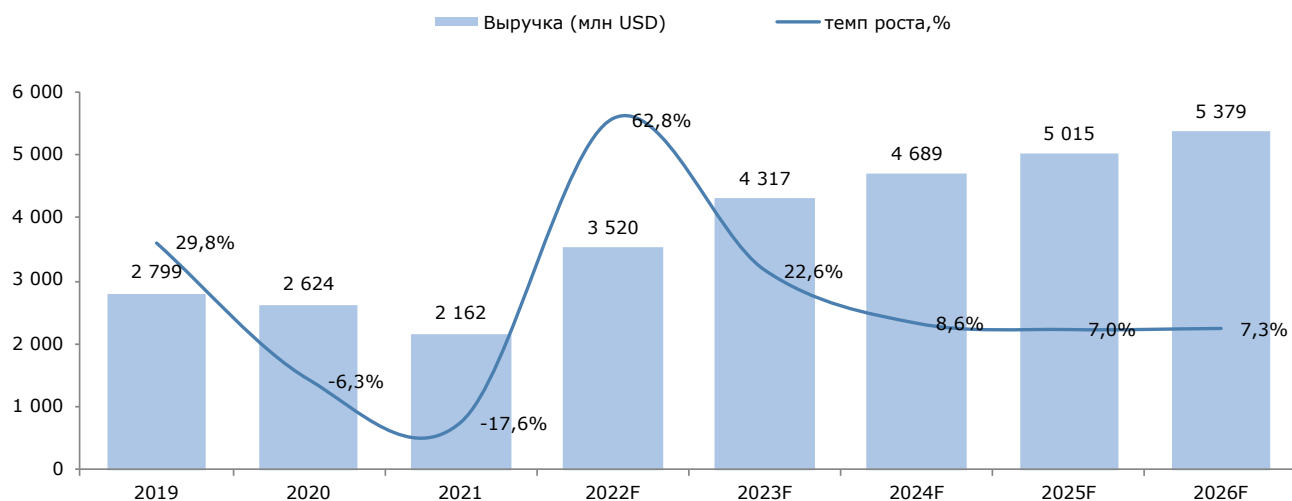
Модель оценки дает потенциал роста в 25%

Модель выручки с учетом выпуска новых моделей авто дает 5 379 млн USD в 2026 году. Предприятие АО «UzAuto Motors» является крупнейшим производителем автомобилей в СНГ. За последние пять лет, выручка предприятия росла со средней скоростью в 26%.

Для расчета выручки автопрома мы исходили из ежегодного прогноза компании по росту выручки до 2026 году за счет увеличения объемов производства текущих моделей и вывода на рынок новых моделей. В итоге мы предположили, что компания достигнет своего максимального потенциала к 2026 году.

В итоге выручка АО «UzAuto Motors» достигнет 3 520 млн USD в 2022 году, 4 317 млн к 2023 году, 4 689 млн к 2024 году, 5 015 млн к 2025 году и 5 379 млн к 2026 году. Для моделирования выручки АО «UzAuto Motors» мы использовали прогноз эмитента по производству и продажам каждой выпускаемой модели авто, а также прогноз цен на авто эмитента.

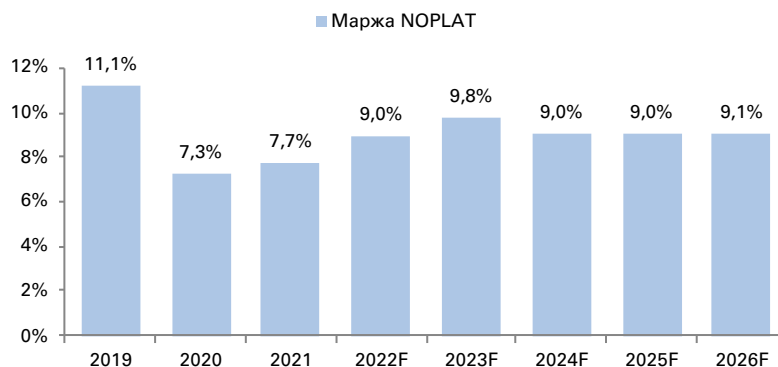
График 1. Прогноз выручки за период 2022 - 2026 гг.



Источник: на основе данных компаний, прогнозы Freedom Broker

Маржа ЕВІТ – консервативный прогноз. Маржа ЕВІТ показала рост в 2019 году, с 5,4% до 12,4%, а затем снижение в 2020 году, с 12,4% до 8,6%, за счет мирового кризиса полупроводников, затем восстановилась в 2021 до 9,3%. Для моделирования маржи ЕВІТ в 2022-2026 годах мы опирались на детальные прогнозы эмитента по расходам, таким образом, согласно нашей модели, маржа ЕВІТ составит 10,5% в 2022 году, 11,5% в 2023 году и 10,6% в 2024-2026 годах.

График 2. Прогноз маржи NOPLAT за период 2022-2026 гг.



Источник: на основе данных компаний, прогнозы Freedom Broker

WACC – 15,89%. Для подсчета безрисковой ставки мы взяли ставку по 10-летним гособлигациям США в размере 2,8%, затем, применили к ней разницу в прогнозной инфляции в Узбекистане и США, получив, таким образом, безрисковую ставку в 5,9%. Используя послерычаговую бету в 1,55х, а также премию за риск инвестирования в акции в размере 6% и страновой риск в размере 4,5%, мы получили стоимость собственного капитала в размере 19,7%. Для подсчета стоимости долгового капитала мы использовали значение риска дефолта в размере 3,2% для кредитного риска B1 по Moody's, получив стоимость долга в размере 13,5%, или же 11,5% после налога. Таким образом, мы получили средневзвешенную стоимость капитала (WACC) в размере 15,89%.

Зрелый период. Темп роста в зрелом периоде был консервативно взят нами в 5,1% (прогноз Всемирного Банка по инфляции в Узбекистане), при марже EBIT в 10,6%.

Итоговая оценка в 2 185 млн USD по DCF. Основываясь на вышеизложенных предположениях стоимость АО «UzAuto Motors» в прогнозном периоде составит 1 140 млн USD и 1 267 млн USD в терминальном периоде. Стоимость операционных активов составляет 2 406 млн USD, учитывая наличные средства в 80 млн USD за вычетом долга в 302 млн USD, мы получаем оценку собственного капитала АО «UzAuto Motors» в 2 185 млн USD, что эквивалентно 8,09 USD (90 637 UZS) за 1 простую акцию, исходя из 270 млн размещенных акций на данный момент. **С учетом этой целевой цены фундаментальный потенциал роста к цене акций к нижней границе размещения составляет 25%.**

Иллюстрация 7. Модель оценки АО «UzAuto Motors»

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	зрелый
темпы роста выручки, %	29,8%	-6,3%	-17,6%	62,8%	22,6%	8,6%	7,0%	7,3%	5,1%
(+) Выручка	2 799	2 624	2 162	3 520	4 317	4 689	5 015	5 379	5 653
(x) Операционная маржа	12,4%	8,8%	9,3%	10,5%	11,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
(=) EBIT	347	230	201	369	495	496	531	572	599
Налоговая ставка	10%	17%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
(-) Налог на EBIT	35	40	33	54	72	72	77	83	87
(=) NOPLAT	312	191	168	315	423	424	453	488	512
(-) чистые реинвестиции				203	64	111	27	31	256
CapEx				145	100	150	100	120	
(+) изм в WC				96	41	60	51	57	
(-) DD&A				38	78	99	124	146	
(=) FCFF				112	359	313	426	458	
(x) фактор дисконтирования				0,96x	0,83x	0,72x	0,62x	0,53x	
PV FCF				108	299	224	264	244	
Терминальная стоимость					61%	50%	72%	94%	
PV Терминальной стоимости									1 267
Расчет WACC				2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	
Ставка по 30-летним гособлигациям США				2,8%					
Прогноз инфляции в США				2,0%					
Прогноз инфляции в Узбекистане				5,1%					
Безрисковая ставка				5,9%					
Бета				1,55					
ERP				6,0%					
CRP				4,5%					
Стоимость собственного капитала				19,7%					
Риск дефолта (B1)				3,2%					
Стоимость долга				13,5%					
Стоимость долга после налога				11,5%					
Долг/Стоимость компании				46,5%					
СК/Стоимость компании				53,5%					
Средневзвешенная стоимость капитала				15,89%					
Кумулятивная стоимость капитала				0,96x	0,83x	0,72x	0,62x	0,53x	
Оценка капитала, млн USD									
(-) Стоимость в прогнозном периоде				1 140					
(+) Стоимость в зрелом периоде				1 267					
(=) EV				2 406					
(-) Долг				302					
(+) Наличность				80					
(=) Оценка собственного капитала				2 185					
Целевая цена на акцию, USD				8,09					

Источник: расчеты Freedom Broker

*Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании ИП ООО «Freedom Finance» (Узбекистан) и основывается на предварительных параметрах планируемого размещения акций. 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.