

АО «Кувасайцемент»:

Новая помольная мельница увеличит мощность завода

АО Кувасайцемент

РЕКОМЕНДАЦИЯ

HOLD

Тикер на UZSE: **KSCM**

Текущая цена: **245 000 UZS**

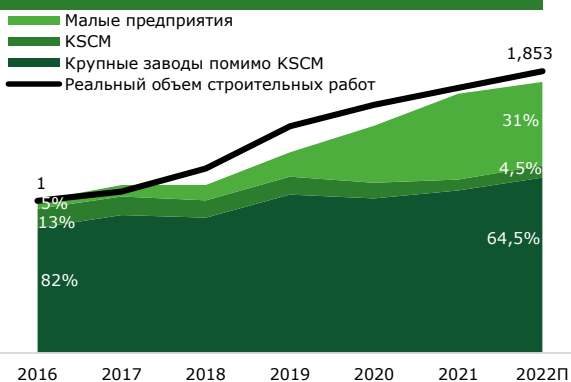
Целевая цена: **254 031 UZS**

Потенциал роста: **3,7%**

Динамика акций KSCM на UZSE за 1 год



Ключевые показатели отрасли



АО «Кувасайцемент» - «младший брат» Qizilqumsement с производственной мощностью более одного миллиона тонн цемента в год. Более 60% завода принадлежит United Cement Group, которая помимо него владеет Бекабадцементом, Qizilqumsement и Кантским цементным заводом.

(+) Начато строительство новой помольной мельницы. Новая мельница позволит увеличить мощность завода на 50%. Строительство планируется закончить в 2023 году, т.е. уже с 2024 года выручка завода увеличится как минимум в полтора раза. При полной мощности производства после завершения расширения завод сможет генерировать выручку более 700 млрд UZS.

(+) Строительный рынок - это пятая по темпу роста отрасль экономики. За последние 6 лет строительный рынок Узбекистана рос в среднем на 11,1% в год в реальной величине, с 2016 года годовой объем строительства в Узбекистане вырос на 85%. При этом годовое производство цемента крупными заводами выросло только на 27,2%. Пробел между ростом строительного рынка и ростом крупных производителей позволил войти на цементный рынок малым предприятиям, их доля в производстве цемента выросла с 5,1% в 2016 до 30,8% в конце третьего квартала 2022 года. В 2022 году пробел между производством и импортом цемента и объемами строительства увеличился в сравнении с 2021 годом из-за проблем с поставкой газа и электроэнергии внутри страны и пониженным импортом цемента в страну из Казахстана (на 52,8% ниже в сравнении с 9M2021) и Кыргызстана (на 6,9% ниже в сравнении с 9M2021).

(+) Чистая прибыль компании направляется на ее развитие. Большая часть чистой прибыли Компании направляется на ее развитие. Все капитальные вложения и рабочий капитал финансируются за счет собственной прибыли. Данная политика управления компании действует с 2020 года. Распределение прибыли по итогам 2021 года было перенесено, но вероятней всего она также будет направлена на развитие завода.

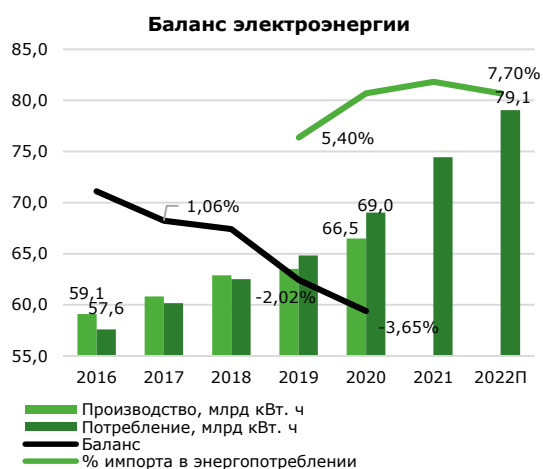
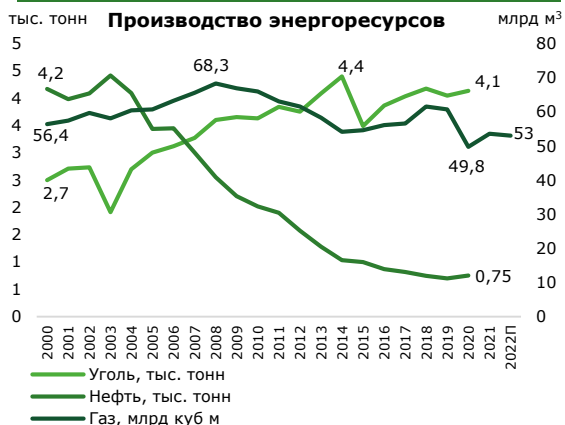
(+) Отсутствует долговая нагрузка. Завод с 2019 года не имеет собственных долгов, но стоит отметить, что все активы завода были отданы под залог для обеспечения долга материнской компании.

Искандар Шералиев

инвестиционный аналитик

(+998) 90 805 82 65 | sheraliev@ffin.uz

Макроэкономическая статистика



Финансовые показатели



(-) Высокая дебиторская задолженность. Доля дебиторской задолженности в выручке стабильно растет с 2019 года, и сейчас достигла 68,4% от выручки за последние 12 месяцев. Высокая дебиторская задолженность ставит долгосрочную финансовую стабильность Компании под угрозу, так как Компания не имеет денежного потока за большую часть своего производства.

(-) Пониженная мощность производства завода из-за ограничений в поставке газа. Завод уже 4 года испытывает проблемы с поставками газа из-за чего сильный удар несет годовое производство цемента. Так производство цемента упало с 1 011 тыс. тонн в 2017 году до 614 тыс. тонн за последние 12 месяцев производства. Мы ожидаем, что проблема с поставками газа не будет решена в ближайшие 2 года и это соответственно отражено в модели оценки Компании. Стоит отметить, что завод испытывает данную проблему из-за макроэкономической ситуации в Узбекистане, а не из-за управления Компании. Главные причины ограниченной поставки газа заводу – это низкое производство газа в стране, высокое потребление газа на производство электроэнергии, быстрорастущая отрасль обрабатывающей промышленности, падающая отрасль добывающей промышленности, рост населения. Производство газа уменьшилось на 1% в сравнении с прошлым годом, и уже с 2014 года производится в объемах, пониженных в среднем на 12,4% с прошлым десятилетием. При этом 88-90% электроэнергии производится на теплоэлектростанциях из природного газа. К тому же, с 2019 года Узбекистан находится в дефиците производства собственной электроэнергии, что подталкивает на импорт в размере 5,4% в 2019 и 7,7% в 2022 году от всего объема потребления электроэнергии. Также, Узбекистан значительно снизил экспорт энергоресурсов (в 3 раза меньше в сравнении с 2018 годом) и повысил их импорт на 7,7% по сравнению с 2021 и на 12,8% по сравнению с 2018 годом, дополнительное подтверждение ухудшающейся ситуации с запасами и добычей энергоресурсов. Данные факторы дают неутешительный прогноз по производству цемента во всей стране.

(-) Материнская компания UCG поставила все активы завода под залог. В конце августа 2022 года United Cement Group привлекла долги на сумму в 100 млн USD на 3 года под залог заводов Бекабадцемент и Кувасайцемент. Все активы Кувасайцемента были отданы под залог для получения кредита в 50 млн USD, значит при невыплате UCG кредита в течении трех лет, все активы будут отданы ПСБ. При отдаче более 50% активов в залог, согласно четвертой части статьи №40 закона об акционерных обществах и защите прав акционеров, объявляется выкуп акций по рыночной цене у всех, кто был против данного решения, так были объявлены выкупы акций Кувасайцемента по 280 000 UZS за штуку и акций Бекабадцемента по 25 022,39 UZS за штуку. Будущие акционеры и акционеры согласные с данным решением принимают риск отдачи всех активов завода ПСБ. При оценке завода мы учли данный риск и дали дисконт за отсутствие управления в 15%.

Модель оценки. Компания оценивалась на основе модели дисконтирования будущих денежных потоков. Было создано три сценария развития событий для компании: консервативный, основной и оптимистичный. Главными факторами являются мощность работы завода и уровень дебиторки. В консервативном сценарии завод продолжает работать в 70% от своей полной мощности во все будущие года и постепенно закрывает дебиторскую задолженность до уровня в 33% от выручки. В основном сценарии завод восстанавливает мощность работы до 80% в 2023 и до 90% в следующих годах и при этом значительно улучшает уровень дебиторской задолженности до 37% от выручки в 2023 году и также сохраняет уровень дебиторки на уровне 33% в будущих годах. По оптимистичному сценарию мы прогнозируем, что завод уже в 2023 году восстановит мощность работы до 90%

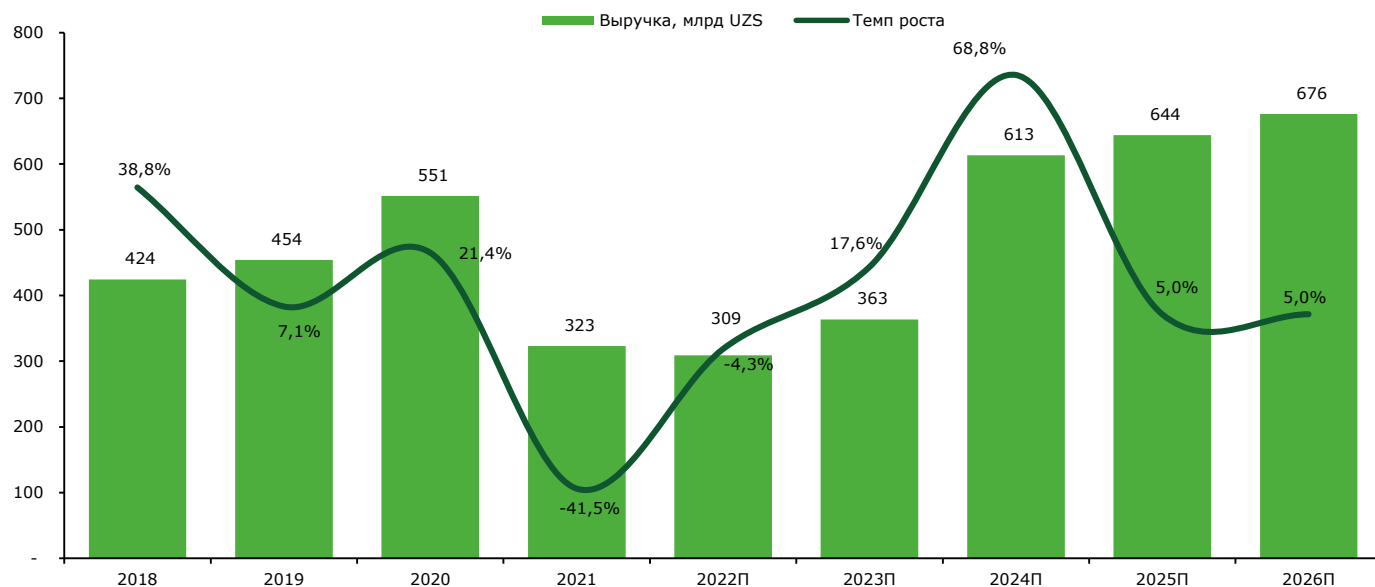
Анализ сопоставимых компаний

Сравнительные показатели	KSCM	Среднее	Медиана
ROA	5,4%	4,2%	3,7%
ROE	5,7%	11,0%	7,0%
Валовая маржа	20,8%	17,8%	17,0%
EBIT маржа	7,9%	8,8%	8,7%
EBITDA маржа	11,7%	15,7%	14,9%
Маржа чистой прибыли	9,3%	2,4%	3,6%
Долг/Собственные средства	0%	186%	44,4%
Собственные средства/Активы	93,5%	45,2%	51,7%
P/E	4,3x	12,1x	8,3x
P/S	0,4x	0,5x	0,5x
EV/S	0,3x	1,2x	0,7x
EV/EBIT	4,3x	17,1x	9,1x
EV/EBITDA	2,9x	5,8x	5,4x

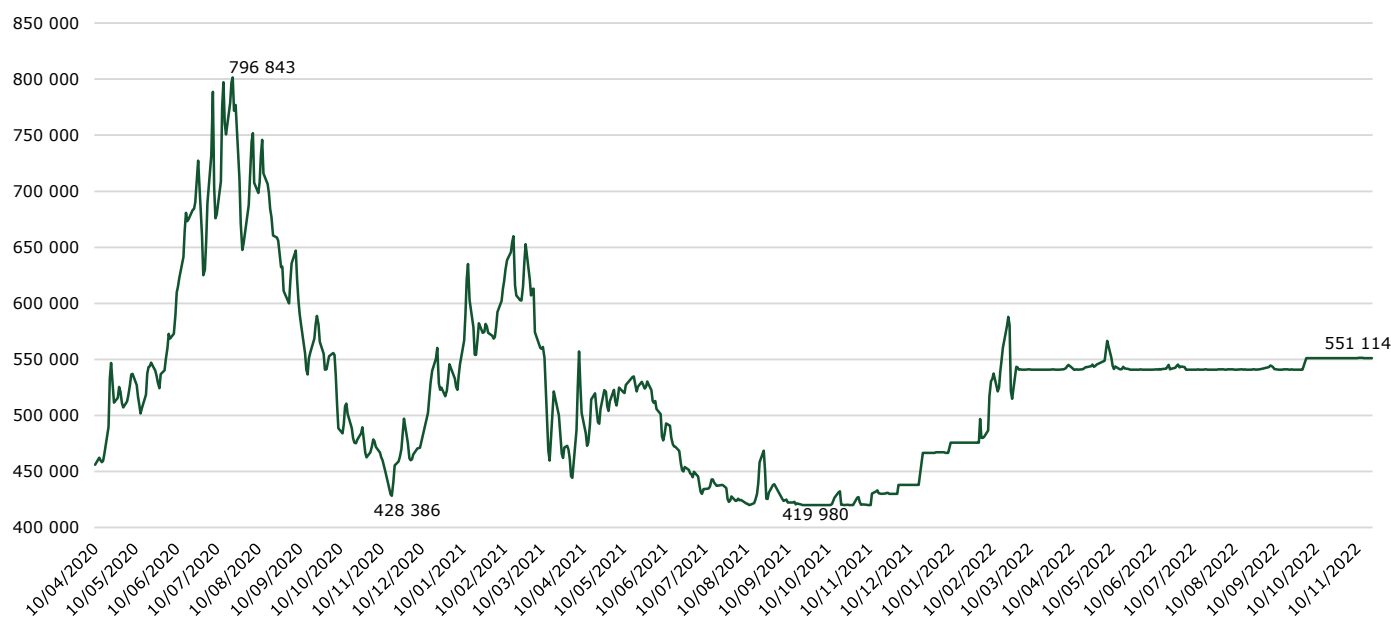
и в последующем будет работать в полную мощность, также завод сможет опустить уровень дебиторской задолженности до 33% уже в 2023 году и к 2026 восстановит свой средний показатель до пандемии - 16,1%. Все сценарии допускают, что помольную мельницу запустят с первого квартала 2024 года и мощность производства увеличится на 50%. По консервативному анализу мы оцениваем стоимость одной акции в 191 123 UZS, по основному сценарию в 254 031 UZS и при лучших обстоятельствах в 409 564 UZS.

Резюме. АО «Кувасайцемент» - относительно небольшой завод по производству цемента с мощностью производства в один млн цемента в год, имеет хорошие перспективы за счет расширения производства в полтора раза, ежегодного вложения чистой прибыли на развитие завода и низкой долгой нагрузки. Главными рисками являются быстрорастущий уровень дебиторской задолженности, пониженное производство цемента на протяжении более трех лет из-за ограниченных поставок газа и сильная зависимость от материального положения владельца, UCG. Наша модель оценки по DCF показывает, что справедливая стоимость акции завода по основному сценарию составляет 254 031 UZS за единицу.

Отчет о прибыли, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM	Балансовый отчет, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM
Выручка	424	454	551	323	311	Запасы	48	59	61	111	79
Себестоимость	(250)	(273)	(331)	(224)	(247)	Дебиторская задолженность	63	64	170	124	213
Валовая прибыль	174	181	220	99	65	Денежные средства	2	4	1	29	17
Расходы по реализации	(4)	(3)	(4)	(3)	(4)	Текущие активы	136	128	234	266	323
Административные расходы	(10)	(9)	(41)	(48)	(47)	Основные средства	210	227	224	218	214
Прочие опер расходы	(32)	(70)	0	(20)	(2)	Капитальные вложения	3	0	5	7	4
Прочие опер доходы	1	1	3	9	13	Сумма активов	350	355	471	513	559
EBIT	129	100	178	36	25	Кредиторская задолженность	48	19	19	21	37
Фин доходы	1	1	9	16	17	Кредиты и займы	0	0	0	0	0
Фин расходы	(7)	(19)	(0)	(0)	(2)	Текущие обязательства	48	19	19	21	37
Доаналоговая прибыль	123,1	82,5	187,5	51,6	39,0	Долгосрочные кредиты и займы	10	0	0	0	0
Налог на сверхприбыль	(88)	(18)	(43)	(15)	(10)	Долгосрочные обязательства	10	0	0	0	0
Чистая прибыль	35,0	64,9	144,4	37,1	28,9	Собственный капитал	292	337	452	492	522
Рост и маржа (%)	2018	2019	2020	2021	TTM	Обязательства и капитал	350	355	471	513	559
Темпы роста выручки	39%	7%	21%	-41%	-4%	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	2020	2021	TTM
Валовая маржа	41%	40%	40%	31%	21%	Текущая ликвидность, x	2,9x	6,9x	12,2x	12,7x	8,8x
EBIT маржа	30%	22%	32%	11%	8%	Долг/общая капитализация, %	7%	0%	0%	0%	0%
NOPLAT маржа	10%	18%	25%	7%	5%	Долг/активы, %	3%	0%	0%	0%	0%
Маржа чистой прибыли	8%	14%	26%	11%	9%	Долг/собственные средства, %	3%	0%	0%	0%	0%
SG&A	11%	18%	8%	22%	17%	Долг/IC, %	3%	0%	0%	0%	0%
ROE	12,7%	20,6%	36,6%	7,9%	5,7%	Собственные средства/активы, %	84%	95%	96%	96%	93%
ROA	10,6%	18,4%	35,0%	7,5%	5,4%	Активы/собственный капитал, x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	1,1x
Справочные данные	2018	2019	2020	2021	TTM	Мультипликаторы	2018	2019	2020	2021	TTM
Акции в обращении, тыс. штук	504,4	504,4	504,4	504,4	504,4	P/E, x	3,7x	3,6x	1,9x	8,3x	4,3x
Рыночная стоимость акции, UZS	260 000	460 000	545 001	610 000	245 000	P/S, x	0,3x	0,5x	0,5x	1,0x	0,4x
Рыночная капитализация	131,1	232,0	274,9	307,7	123,6	EV/S, x	0,3x	0,5x	0,5x	0,9x	0,3x
EV, UZS	139,3	228,0	273,9	278,2	106,9	EV/EBIT, x	1,1x	2,3x	1,5x	7,8x	4,3x
Рабочий капитал, UZS	63	105	212	214	256	EV/EBITDA, x	0,5x	1,1x	0,8x	6,5x	2,9x
Рейнвестиции, UZS	59	35	22	9	50						
Инвестированный капитал	338	351	470	483	542						
EPS, тыс. UZS на акцию	69	129	286	73	57						



Динамика цен на цемент прочности 32,5 нормальнотвердеющий 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.