

АО «Qizilqumsement»:

Завод увеличит мощность производства в полтора раза

АО Qizilqumsement

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

Тикер на UZSE: QZSM

Текущая цена: 3 401 UZS

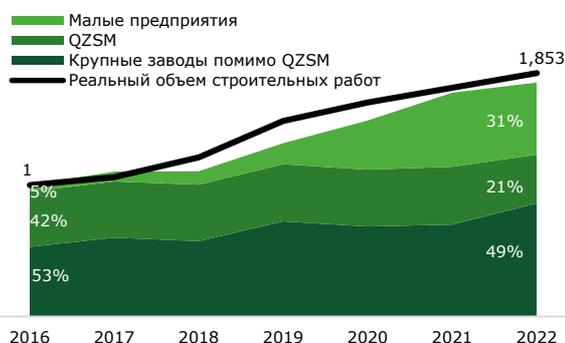
Целевая цена: 4 361 UZS

Потенциал роста: 28,2%

Динамика акций QZSM на UZSE за 1 год



Ключевые показатели отрасли



АО «Qizilqumsement» - крупнейший цементный завод в Узбекистане, который производит 21% всего цемента в стране. Обеспечивает рост строительного рынка Узбекистана, пятой по темпу роста отрасли экономики за последние 6 лет.

(+) Завод увеличит мощность производства в 2023 году. Четвертая линия по производству клинкера уже построена, сейчас проходит процесс по передачи ее в эксплуатацию. Данная линия позволит увеличить производство клинкера, главного материала для производства цемента, на 1 800 тыс. тонн и уменьшит использование газа на 30%. Увеличение мощности позволит производить дополнительные 2 000-2 400 тыс. тонн цемента (в зависимости от вида цемента и используемой мощности), то есть завод сможет производить от 5 490 тыс. тонн цемента в год при отсутствии проблем со снабжением газом и электричеством. По основному сценарию прогноза расширение производства позволит увеличить выручку Компании с 1,9 трлн в 2021 году до потенциальных 2,9-3,1 трлн 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). Запуск четвертой линии по производству клинкера позволит заводу заполнить этот недостающий объем цемента в стране.

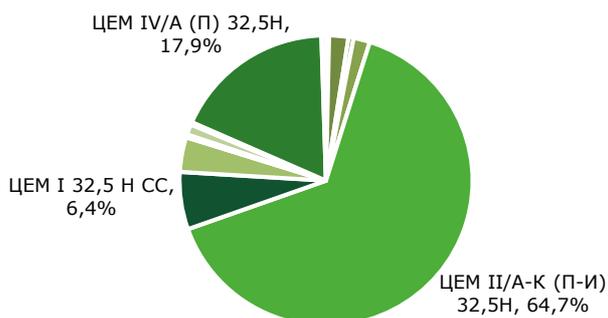
(+) Сильные показатели рентабельности, высокая маржинальность и низкий уровень собственного долга. Несмотря на сниженное производство из-за ограниченных поставок газа в 2022 году, рентабельность активов и капитала сохранились на достойном уровне в сравнении с сопоставимыми компаниями уровне: 11,0% и 12,6% за последние 12 месяцев по сравнению с 7,3% и 11,7% у схожих компаний. EBIT маржа в 21% и маржа чистой прибыли в 17,3%, в то время как у компаний со схожим размером эти показатели равны 15,1% и 8,8%.

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

Макроэкономическая статистика



Производство цемента по видам, 9М2022



Также стоит отметить низкий уровень долга в 11% от активов, 13% от капитала и равный 70,7% операционной прибыли за последние 12 месяцев (без учета общего долга United Cement Group). Долг материнской компании составляет как минимум 100 млн USD, потенциально он может быть выплачен за счет чистых прибылей дочерних компаний. У аналогов уровень долга в среднем равен 21,5% от активов и 55,5% от капитала, и в 2,3 раза превышает их операционную прибыль. При этом у завода количество сотрудников в 5-6 раз превышает необходимое, иностранные аналоги генерируют в среднем 285 тыс. USD на сотрудника, когда у Qizilqumsement данный показатель равен 46,7 тыс. USD.

(-) Высокая вероятность пониженной мощности производства завода. Из-за ограничений в поставках газа завод не работал в полную мощность в январе и феврале 2022 года. За указанный период отклонения от бизнес-плана (272 тыс. тонн) по производству цемента составили 222,4 тыс. тонн на сумму 116,6 млрд UZS, из них за январь 90,1 тыс. тонн на сумму 44,7 млрд UZS и за февраль 132,3 тыс. тонн на сумму 71,9 млрд UZS. Зимой 2022-2023 года ожидается похожая ситуация, так как обстановка на энергетическом рынке Узбекистана почти не изменилась. Главными причинами нехватки газа являются: 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 теплостанциях 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. Данные факторы дают неутешительный прогноз по производству цемента в стране.

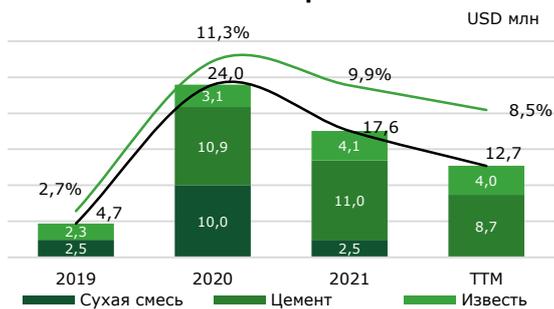
(-) Материнская компания UCG берет долги в залог заводов. В конце августа 2022 года United Cement Group привлекла долги на сумму в 100 млн USD на 3 года в залог заводов Бекабадцемент и Кувасайцемент. Данная долговая нагрузка, в примерно 27% от всех активов и 39% от капитала, достаточно невысокая для цементного сектора, что повышает вероятность того, что часть Qizilqumsement может быть поставлена в залог для дополнительного финансирования. С другой стороны, в данный момент чистая прибыль завода в размере 818 млрд UZS за 2020 и 2021 не была распределена, что является другим способом финансирования UCG собственной деятельности. Мы считаем, что распределение прибыли на развитие завода, а затем взятие дополнительного долга под залог части активов является более выгодным сценарием для UCG, при условии, что текущее расширение Qizilqumsement принесет ожидаемый экономический эффект. Вероятней всего подобный сценарий будет осуществлен после двух кварталов работы завода в полную мощность доступную после расширения для получения максимально выгодного процента по кредиту, т.е. в третьем или четвертом кварталах 2023 года. 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 выкупу акций Кувасайцемента по 280 000 UZS за штуку и акций Бекабадцемента по 25 022,39 UZS за штуку. При оценке завода мы учли данный риск и дали дисконт за отсутствие управления в 15%.



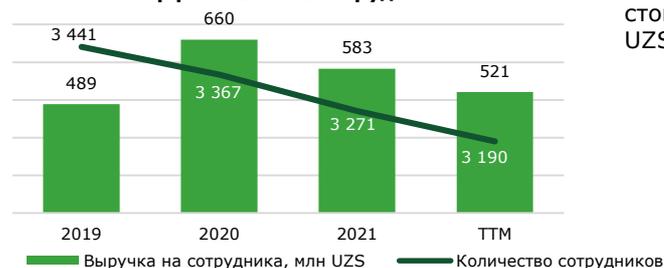
Другие показатели завода

Сравнительные показатели	OZSM	Среднее	Медиана
ROA	11,0%	7,3%	6,3%
ROE	12,6%	11,7%	11,5%
Валовая маржа	33,9%	27,1%	28,4%
EBIT маржа	21,0%	15,1%	15,1%
EBITDA маржа	23,6%	20,7%	20,2%
Маржа чистой прибыли	17,3%	8,8%	8,9%
Долг/Собственные средства	6,6%	55,5%	43,1%
Долг/EBIT	0,5x	2,3x	1,5x
Собственные средства/Активы	90,1%	55,3%	54,2%
P/E	5,3x	11,5x	9,1x
P/S	0,9x	1,1x	0,7x
EV/S	1,0x	1,2x	0,9x
EV/EBIT	4,6x	8,5x	6,9x
EV/EBITDA	4,1x	7,8x	5,3x

Экспорт



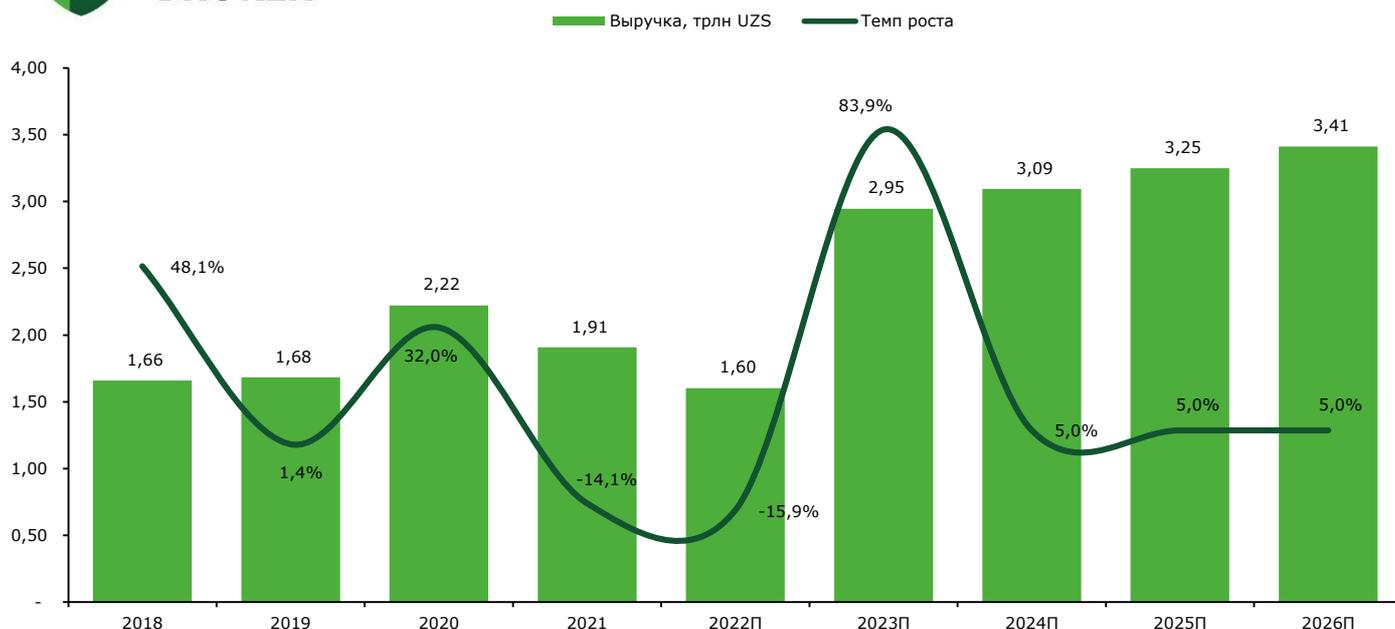
Эффективность сотрудника



Модель оценки. Компания оценивалась на основе модели дисконтирования будущих денежных потоков. Было создано три сценария развития событий для компании: консервативный, основной и оптимистичный. Прогнозная выручка высчитывалась при следующих условиях в консервативном сценарии: завод работает в 87% своей мощности из-за ограничений в поставке газа, цены на цемент не изменятся, расширение увеличит мощность производства цемента с 3 490 тыс. тонн до 5 490 тыс. тонн в год, потребление газа у производимых на новой линии 1 800 тыс. тонн клинкера на 30% ниже текущего. В основном сценарии завод работает в полную мощность, расширение увеличит мощность до 5 666 тыс. тонн в год. В оптимистичном сценарии завод работает выше своей мощности на 5%, как в 2021 году, расширение позволит увеличить производство до 5 690 тыс. тонн в год, цены на цемент растут на 10,3% в год по сравнению с прогнозами 5% в год в других сценариях. Стоит отметить, что эффект от увеличения эффективности одного сотрудника не был учтен в сценариях из-за потенциального увеличения размера EBIT до 40,1%-42,1% от выручки (количество сотрудников увеличится на 1,2% при увеличении производства на 57-63%). По консервативному анализу мы оцениваем стоимость одной акции в 3 749 UZS, по основному сценарию в 4 361 UZS и при лучших обстоятельствах в 5 092 UZS.

Резюме. АО «Qizilqumsement» крупнейший производитель цемента в Узбекистане находится в преддверии расширения производства в 1,6 раз, что позволит уменьшить разрыв между производством цемента и потребностями строительного рынка. Наша модель оценки по DCF показывает, что справедливая стоимость акции завода по основному сценарию составляет 4 361 UZS за единицу.

Отчет о прибыли, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM	Балансовый отчет, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM	
Выручка	1 660	1 683	2 221	1 907	1 661	Запасы	379	367	413	480	558	512
Себестоимость	(788)	(1 024)	(1 234)	(1 197)	(1 097)	Дебиторская задолженность	74	141	83	97	150	116
Валовая прибыль	872	659	987	710	564	Денежные средства	110	19	61	30	35	99
Расходы по реализации	(50)	(51)	(51)	(40)	(53)	Текущие активы	692	889	1 044	622	754	782
Административные расходы	(38)	(39)	(41)	(35)	(45)	Основные средства	567	647	634	555	558	530
Прочие опер расходы	(168)	(290)	(255)	(296)	(182)	Капитальные вложения	27	15	10	11	622	967
Прочие опер доходы	12	18	22	23	66	Сумма активов	1 352	1 592	1 737	2 181	2 648	2 753
EBIT	628	297	663	362	349	Кредиторская задолженность	81	75	71	101	112	109
Фин доходы	35	45	95	72	83	Кредиты и займы	10	0	0	40	40	0
Фин расходы	(14)	(2)	(14)	(116)	(133)	Текущие обязательства	91	75	71	141	152	109
Доналоговая прибыль	649	339	744	317	299	Долгосрочные кредиты и займы	158	64	0	0	232	163
Налог на сверхприбыль	(313)	(67)	(155)	(72)	(12)	Долгосрочные обязательства	158	64	0	0	232	163
Чистая прибыль	339	274	590	228	288	Собственный капитал	1 103	1 453	1 666	2 040	2 264	2 482
Рост и маржа (%)	2018	2019	2020	2021	TTM	Обязательства и капитал	1 352	1 592	1 737	2 181	2 648	2 753
Темпы роста выручки	48,1%	1,4%	32,0%	-14,1%	-12,9%	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	2020	2021	TTM	
Валовая маржа	52,5%	39,2%	44,5%	37,2%	33,9%	Текущая ликвидность, x	11,9x	14,7x	4,4x	5,0x	7,2x	
EBIT маржа	37,8%	17,6%	29,8%	19,0%	21,0%	Долг/общая капитализация, %	10%	0%	2%	9%	11%	
NOPLAT маржа	18,9%	13,7%	22,9%	15,2%	20,3%	Долг/активы, %	4%	0%	2%	10%	6%	
Маржа чистой прибыли	20,4%	16,3%	26,6%	12,0%	17,3%	Долг/собственные средства, %	4%	0%	2%	12%	7%	
SG&A	15,4%	22,6%	15,6%	19,5%	16,9%	Долг/IC, %	4%	0%	2%	12%	7%	
ROE	26,5%	17,6%	31,8%	10,6%	12,6%	Собственные средства/активы, %	91%	96%	94%	85%	90%	
ROA	23,0%	16,5%	30,1%	9,5%	11,0%	Активы/собственный капитал, x	1,1x	1,0x	1,1x	1,2x	1,1x	
Справочные данные	2018	2019	2020	2021	TTM	Мультипликаторы	2018	2019	2020	2021	TTM	
Акции в обращении, млн штук	447,5	447,5	447,5	447,5	447,5	P/B, x	0,5x	0,4x	0,9x	1,3x	0,6x	
Балансовая стоимость акции, UZS	3 248	3 723	4 559	5 058	5 546	P/E, x	2,0x	2,6x	3,0x	12,7x	5,3x	
Рыночная стоимость акции, UZS	1 495	1 604	3 899	6 500	3 410	P/S, x	0,4x	0,4x	0,8x	1,5x	0,92x	
Рыночная капитализация	669	718	1 745	2 909	1 526	EV/S, x	0,4x	0,4x	0,8x	1,7x	1,0x	
EV, UZS	714	657	1 755	3 146	1 590	EV/EBIT, x	1,1x	2,2x	2,6x	8,7x	4,6x	
Рабочий капитал, UZS	434	425	476	596	520	EV/EBITDA, x	1,0x	1,7x	2,4x	7,3x	4,1x	
Реинвестиции, UZS	59	35	118	366	21							
Инвестированный капитал	1 509	1 676	2 111	2 341	2 492							
EPS, UZS на акцию	757	613	1 318	510	643							



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.