

# АО «Средаэнергопроект»:

## Теперь просто среднеазиатский проект

АО Средаэнергопроект

РЕКОМЕНДАЦИЯ

# HOLD

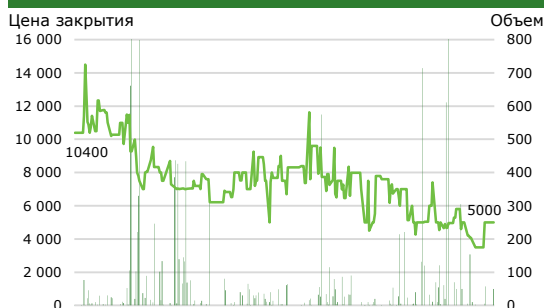
Тикер на OTC: A005900

Текущая цена: 5 000 UZS

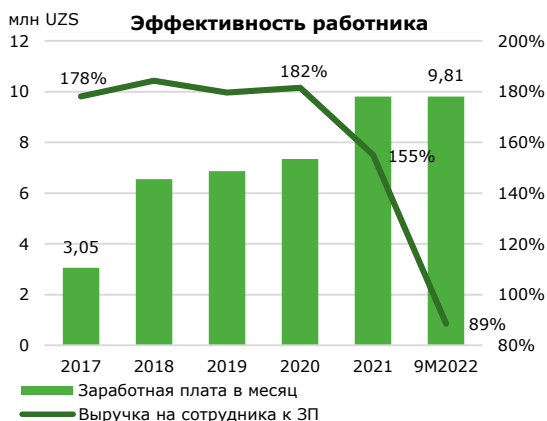
Целевая цена: 4 130 UZS

Потенциал роста: -17.4%

### Динамика акций за 1 год



### Ключевые показатели



**Искандар Шералиев**

инвестиционный аналитик

(+998) 90 805 82 65 | [sheraliev@ffin.uz](mailto:sheraliev@ffin.uz)



АО «Средаэнергопроект» осуществляет проектно-изыскательскую деятельность по разработке проектно-сметной документации для высоковольтных электрических объектов всех напряжений вплоть до 500 кВ. Основными заказчиками являются предприятия НЭС, РЭС и ТЭС Узбекистана.

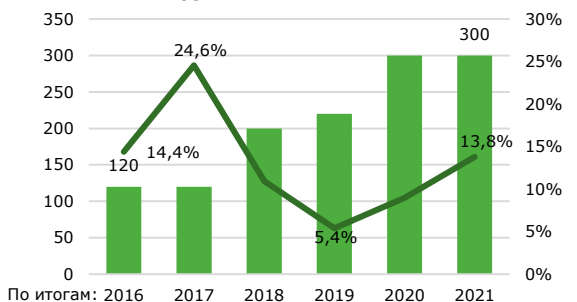
**(+) Большие перспективы отрасли.** Всемирный банк и Зелёный климатический фонд выделяют Национальным электросетям (НЭС) 427 млн USD на реконструирование, обновление и расширение 22 высоковольтных подстанций, а также ЛЭП в 11 регионах. Также будет дополнительно построена новая подстанция на 500 кВ. НЭС, будучи самым крупным заказчиком САЭСП, вероятней всего выделит часть этих проектов проектному институту.

**(+) Финансовая стабильность.** Компания уже более 5 лет не брала никаких банковских кредитов или займов. Также, до 2020 года примерно половину активов компании составляли денежные средства, сейчас они составляют 18% от всех активов. По итогам третьего квартала 2022 года большую часть активов (52%) составляют краткосрочные инвестиции. Также Компания хранит половину своих денежных средств в виде иностранной валюты, что позволяет ей избегать финансовых убытков из-за курсовых разниц. Одна из немногих компаний, исключая банки, с прибылью от финансовой деятельности. Такая финансовая ситуация позволит Компании покрыть чистые убытки в кратко- и среднесрочных перспективах без привлечения дополнительного финансирования.

**(-) Чистые убытки.** Компания понесла убытки на всех видах деятельности, кроме финансовой. Главной причиной убытков стало сильное повышение средней заработной платы сотрудников с 7,4 млн до 9,8 млн UZS, соответственно увеличив расходы на ЕСП на 30%, при этом средняя месячная выработка на сотрудника упала с 15,9 млн до 10 млн UZS. Выполненная работа не окупает затрат. Помимо сильного роста расходов, выручка за девять месяцев 2022 года сократилась на 41,5%, в сравнении с соответствующим периодом предыдущего года. Также, показатели выручки были на 1,3% ниже запланированных и на 42% ниже ожидаемых Компанией показателей. Причиной снижения выручки стало то, что контракты ожидаемые в 2022 году не были получены. В будущем мы ожидаем, что даже при условии

### Ключевые показатели

#### Дивидендные выплаты

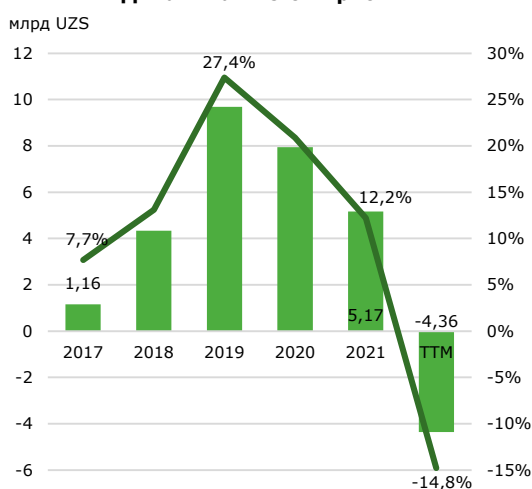


По итогам: 2016 2017 2018 2019 2020 2021

■ Дивиденд на акцию, UZS

— Коэффициент выплаты дивидендов от чистой прибыли

#### Динамика чистой прибыли



■ Чистая прибыль

— Чистая маржа

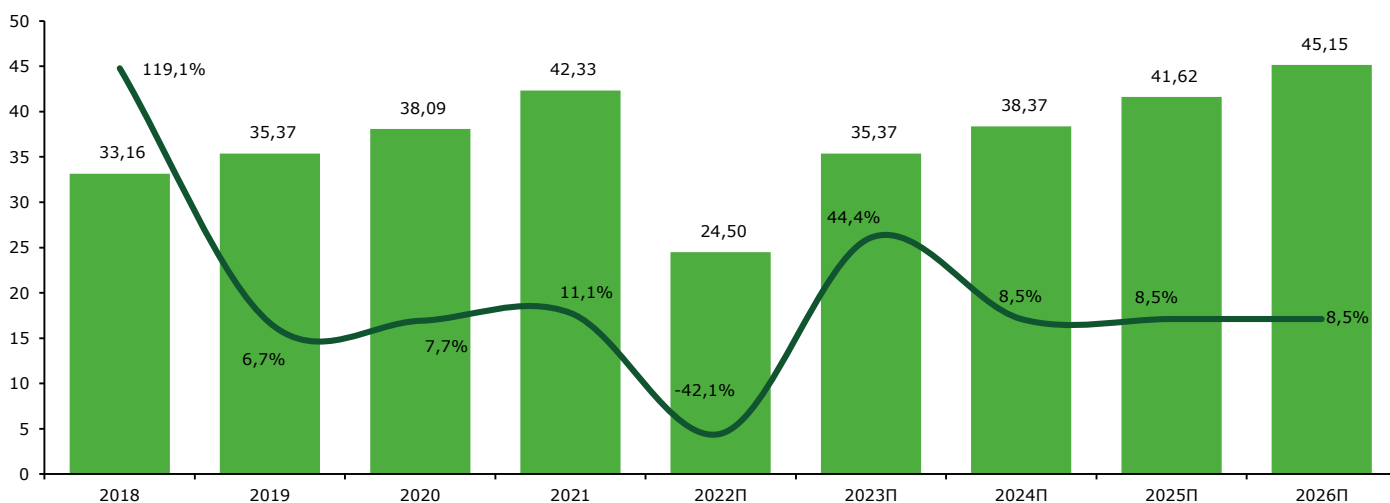
получения большего количества контрактов, из-за быстро растущей себестоимости работы Компания вероятно не сможет генерировать чистую прибыль.

**(-) Узкая направленность.** Компания предлагает исключительно проектно-изыскательные работы перед и во время строительства, реконструкции и модернизации высоковольтных линий электропередач, что не позволяет ей конкурировать с иностранными компаниями, которые предлагают весь спектр услуг, от проектирования и строительства, до управления и ремонтом ЛЭП. К тому же, сейчас тендеры требуют весь спектр услуг от Компаний при строительстве ЛЭП, так Şa-Ra Enerji İnşaat, Ticaret ve Sanayi выиграла тендер на строительство ЛЭП длиной в 213 км за 31,89 млн USD, а Xian Electric Engineering Co. Ltd. выиграла тендер на строительство 72 км ЛЭП за 14,68 млн USD. Также часто строители электростанций включают строительство ЛЭП в собственные проекты, например компания ACWA Power построит 20 км ЛЭП до их собственных 25 ветряков.

**(-) Низкий коэффициент выплаты дивидендов.** По итогам последних 6 лет компания выделяла в среднем 13% чистой прибыли на выплату дивидендов при том, что сильная финансовая стабильность компании и позволяли ей выплачивать значительно больше без дополнительных рисков.

**Резюме.** АО «Средаэнергопроект» – это очень узкоспециализированный институт с возможностью выполнения только одного этапа строительства ЛЭП и слабого участия в эксплуатации ЛЭП. Компания показала неутешительные девять месяцев 2022 года (выручка упала на 41,5%), хоть ожидала и планировала относительно сильный год (рост на 4,9%). Триггером будущего роста может быть крупное финансирование международными организациями главного заказчика, НЭС, что позволит восполнить утраченные контракты этого года, но при этом быстрорастущая себестоимость может не позволить Компании генерировать чистую прибыль. Наша модель оценки по DCF показывает, что справедливая стоимость акции Компании составляет 4 130 UZS за единицу.

#### Выручка, млрд UZS — Темп роста





Отчет о прибыли, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM	Балансовый отчет, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM
<b>Выручка</b>	<b>33,2</b>	<b>35,4</b>	<b>38,1</b>	<b>42,3</b>	<b>29,4</b>	Запасы	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Себестоимость	(21,4)	(22,1)	(20,2)	(31,0)	(30,0)	Дебиторская задолженность	8,6	13,7	9,8	7,1	5,9
<b>Валовая прибыль</b>	<b>11,8</b>	<b>13,2</b>	<b>17,9</b>	<b>11,3</b>	<b>(0,6)</b>	Денежные средства	11,3	16,4	18,2	6,9	5,7
Расходы по реализации	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Краткосрочные инвестиции	0,0	0,0	0,0	17,5	16,0
Административные расходы	(4,2)	(3,9)	(5,3)	(2,6)	(4,4)	<b>Текущие активы</b>	<b>20,5</b>	<b>30,6</b>	<b>28,8</b>	<b>32,5</b>	<b>28,2</b>
Прочие опер расходы	(4,3)	(2,4)	(6,8)	(3,3)	(3,0)	Основные средства	3,2	3,5	3,5	2,8	2,2
Прочие опер доходы	1,1	3,9	0,3	0,7	0,6	<b>Сумма активов</b>	<b>23,7</b>	<b>34,1</b>	<b>32,3</b>	<b>35,7</b>	<b>30,7</b>
<b>ЕБИТ</b>	<b>4,4</b>	<b>10,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>(7,4)</b>	Кредиторская задолженность	12,1	13,1	3,9	3,1	3,6
Фин доходы	0,3	0,6	2,5	3,0	3,4	Кредиты и займы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Фин расходы	(0,3)	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,3)	<b>Текущие обязательства</b>	<b>12,1</b>	<b>13,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>4,5</b>	<b>11,5</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>(4,3)</b>	Долгосрочные кредиты и займы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Налог на сверхприбыль	(0,8)	(1,4)	(1,9)	(1,2)	(0,0)	<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>4,3</b>	<b>9,7</b>	<b>7,9</b>	<b>5,2</b>	<b>(4,4)</b>	<b>Собственный капитал</b>	<b>11,6</b>	<b>20,9</b>	<b>28,4</b>	<b>32,0</b>	<b>27,0</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>	<b>Обязательства и капитал</b>	<b>23,7</b>	<b>34,1</b>	<b>32,3</b>	<b>35,7</b>	<b>30,7</b>
Темпы роста выручки	119,1%	6,7%	7,7%	11,1%	-30,4%	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>
Валовая маржа	35,5%	37,5%	47,1%	26,7%	-2,0%	Текущая ликвидность, x	1,7x	2,3x	7,4x	9,2x	7,8x
ЕБИТ маржа	13,4%	30,9%	16,4%	14,5%	-25,0%	Долг/общая капитализация, %	-	-	0%	0%	0%
NOPLAT маржа	10,8%	26,9%	11,5%	11,7%	-25,1%	Долг/активы, %	0%	0%	0%	0%	0%
Маржа чистой прибыли	13,1%	27,4%	20,9%	12,2%	-14,8%	Долг/собственные средства, %	0%	0%	0%	0%	0%
SG&A	25,6%	17,6%	31,6%	13,9%	25,0%	Долг/IC, %	0%	0%	0%	0%	0%
ROE	45,1%	59,5%	32,2%	17,1%	-14,5%	Собственные средства/активы, %	49%	61%	88%	90%	88%
ROA	26,2%	33,5%	24,0%	15,2%	-12,4%	Активы/собственный капитал, x	2,0x	1,6x	1,1x	1,1x	1,1x
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TTM</b>
Акции в обращении, млн штук	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	P/B, x	-	-	1,4x	0,8x	0,4x
Балансовая стоимость акции, UZS	4 897	8 811	11 954	13 484	11 367	P/E, x	-	-	5,1x	4,8x	(2,7)x
Рыночная стоимость акции, UZS	-	-	17 000	10 400	5 000	P/S, x	-	-	1,1x	0,6x	0,4x
Рыночная капитализация	-	-	40,4	24,7	11,9	EV/S, x	-	-	0,6x	0,4x	0,2x
EV, UZS	-	-	22,1	17,8	6,2	EV/ЕБИТ, x	-	-	3,5x	2,9x	(0,8)x
Рабочий капитал, UZS	(3)	1	6	4	3	EV/ЕБИТDA, x	-	-	2,6x	4,3x	(1,0)x
Реинвестиции, UZS	3	1	1	0	0						
Инвестированный капитал	12	18	14	29	25						
EPS, UZS на акцию	1 828	4 076	3 346	2 176	(1 834)						

\*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.