

АО ИИ «Toshkentvino kombinati»:

Дивидендный аристократ с большой историей

АО ИИ Toshkentvino kombinati

РЕКОМЕНДАЦИЯ

HOLD

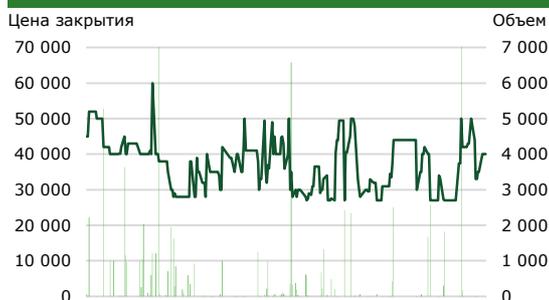
Тикер на OTC: A028090

Текущая цена: 40 000 UZS

Целевая цена: 37 200 UZS

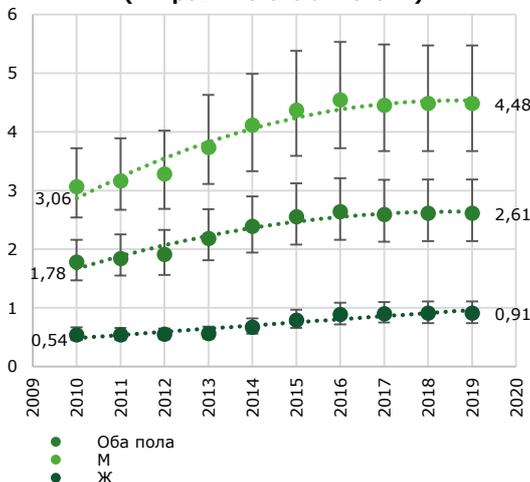
Потенциал роста: -7%

Динамика акций за 1 год



Ключевые показатели

Годовое потребление алкоголя в Узбекистане (литров чистого алкоголя)



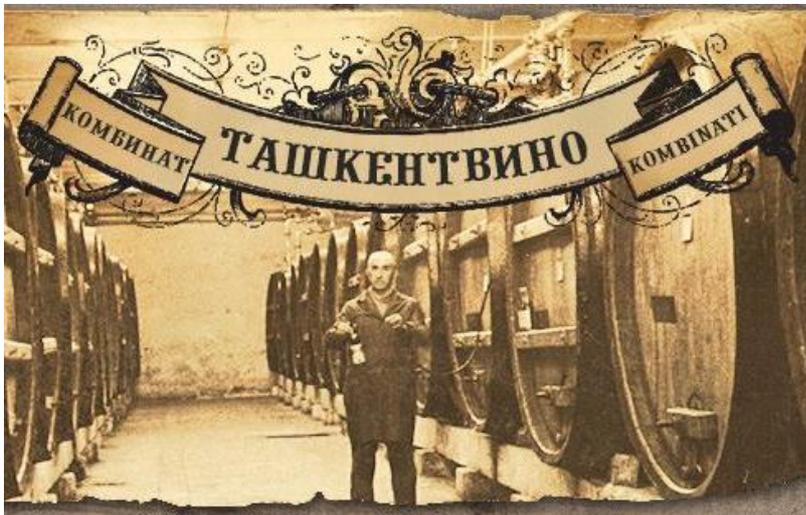
Чистая прибыль и дивиденды (млрд UZS)



Искандар Шералиев

инвестиционный аналитик

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



АО ИИ «Toshkentvino kombinati» – крупнейшее предприятие по производству более 200 видов наименований алкогольной и безалкогольной продукции в Узбекистане.

(+) Самообеспеченность сырьем. Компания имеет в своем распоряжении более 4 000 гектаров фруктовых садов и виноградных плантаций, что полностью обеспечивает их собственные нужды. Также Комбинат владеет стекольным заводом «Samralia» с мощностью в 300 тонн стекломассы в сутки и 200 миллионов бутылок в год, что не только обеспечивает их нужды в бутылках, а еще и нужды других заводов по всей стране и зарубежье.

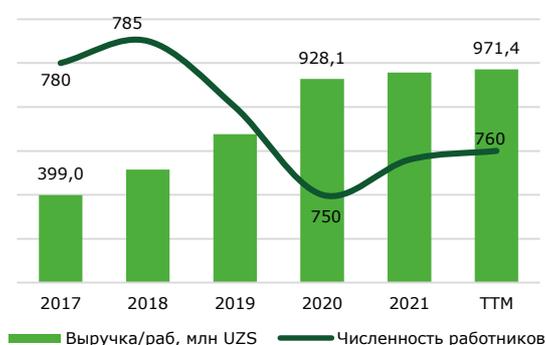
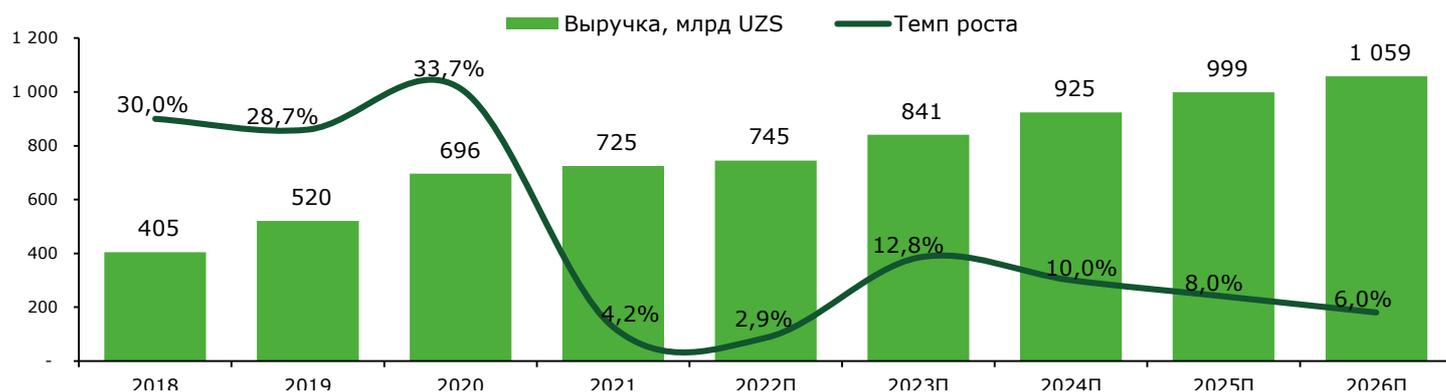
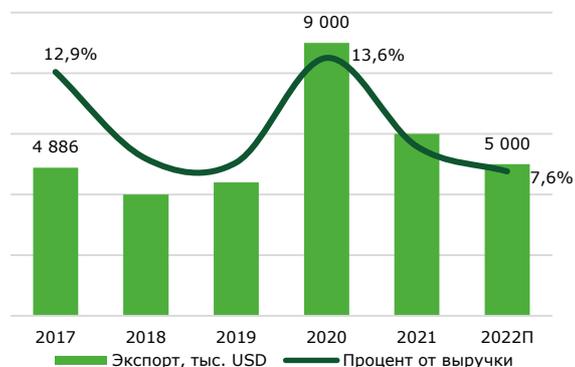
(+) Растущий спрос на алкогольную продукцию. По данным Всемирной Организации Здравоохранения, среднее потребление алкоголя по стране с 2010 по 2019 год увеличилось на 47%. Особенно потребление выросло среди женской половины населения, с полу литра чистого алкоголя в год (две бутылки водки) до почти литра (чуть больше трех бутылок водки в год). Потребление алкоголя среди мужского населения за 10 лет выросло на 1,4 литра чистого алкоголя или 3-4 бутылки водки в год, достигнув среднего потребления в 11 бутылок водки в год на человека.

(+) Большая дивидендная доходность. Компания за последние три года распределяла от 75% до 85% чистой прибыли на дивиденды, что обеспечивало дивидендную доходность до 15,7% при покупке акций в день закрытия реестра. Дивидендная доходность более 10% - это большая редкость на узбекском фондовом рынке, где средняя доходность составляет 5,5% и даже дивидендные аристократы, как УзРТСБ (URTS), имеют лишь 6,6% доходности.

(+) Сильные сравнительные показатели. Комбинат Ташкентвино превосходит сопоставимые компании почти по всем показателям. Рентабельность активов (15,1%) в более чем два раза превосходит средние показатели (6,2%) и это несмотря на то, что большую часть активов завода занимают долгосрочные инвестиции и дебиторская задолженность. Рентабельность капитала почти в четыре раза выше, а рост компании за последние пять лет почти в 5 раз превосходит иностранных аналогов.

Анализ сопоставимых компаний

Сравнительные показатели	TKVK	Среднее	Медиана
ROA	15,1%	6,2%	5,0%
ROE	39,5%	10,1%	6,4%
5y CAGR	12,8%	2,6%	1,9%
Валовая маржа	30,6%	37,8%	38,2%
EBIT маржа	19,3%	12,2%	11,1%
EBITDA маржа	19,8%	17,8%	16,5%
Маржа чистой прибыли	11,9%	10,0%	10,2%
Долг/Собственные средства	1,1x	0,4x	0,1x
Долг/EBIT	1,7x	4,6x	1,0x
Собственные средства/Активы	34,8%	66,7%	63,4%
P/B	3,4x	1,2x	0,9x
P/E	8,5x	13,8x	10,7x
P/S	1,0x	1,2x	1,3x
EV/S	1,3x	1,4x	1,2x
EV/EBIT	6,8x	13,5x	9,5x
EV/EBITDA	6,6x	8,2x	6,1x
Див. Доходность 12М	11,8%	4,4%	4,2%

Эффективность работника

Экспорт


Также Комбинат выделяется своей высокой дивидендной доходностью за последние 12 месяцев, 13,5% в сравнении с 4,4% у аналогов. При этом, как у большинства узбекских компаний, Ташкентвино имеет слабую эффективность рабочей силы, на один сотрудник генерирует 86,7 тыс. USD, когда у аналогов данный показатель варьирует от 108,3 тыс. USD до 314,3 тыс. USD.

(-) Рост ниже ожиданий. Рост за последние девять месяцев был ниже, чем планировалось Компанией. Выручка за девять месяцев 2022 года составила 527,3 млрд UZS, в то время как по планировалось получить 588,2 млрд UZS. Чистая прибыль завода почти на 43% ниже запланированной, 41,7 млрд UZS против 73,0 млрд UZS по бизнес плану на 2022 год.

(-) Финансовая стабильность под угрозой. Финансовая стабильность Компании находится под угрозой из-за растущей кредиторской задолженности и краткосрочных кредитов и займов. Текущие обязательства занимают 65% всех активов и превосходят текущие активы на 24%. Стоит отметить, что денежные средства (16 млрд UZS) занимают малую часть текущих активов (4,8%), большую их часть занимает дебиторская задолженность (60,8%) и запасы (30,7%). Краткосрочный долг равен более 1,7 EBIT, что значит Компании вероятней всего не останется выбора кроме, как увеличить задолженность или проводить дополнительные эмиссии акций.

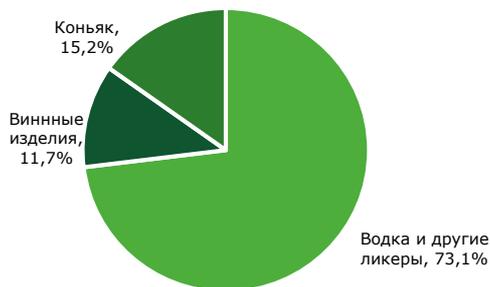
(-) Низкое использование производственных мощностей. Компания увеличила мощность по производству водки с дургими ликерами до 3 800 тыс. дал (расширение на 22,6%), основная продукция Комбината с долей выручки почти 75%. При этом производство данной продукции почти не увеличилось (увеличилось с 2 900 до 2 980) и даже снизилось в последующие два года, 2 760 тыс. дал в 2021 и было запланировано 2 760 тыс. дал 2022. Причиной этому вероятней всего является недостаточный спрос на продукцию самого завода Ташкентвино, так как спрос на алкогольную продукцию в целом растет.

(-) Низкая ликвидность и высокая волатильность. Низкая ликвидность акций компании не позволит инвесторам купить желаемый объем и продать его в желаемое время. 96 торговых дней из 244 за последний год прошли без сделок, а Bid-Ask spread на данный момент составляет 25%. За последний месяц диапазон цен составил от 27 000 UZS до 50 000 UZS за акцию.

Резюме. Комбинат Ташкентвино – это самообеспеченная компания с сильными сравнительными показателями, что позволяло Компании распределять большую часть своей прибыли на дивиденды, но слабый рост, повышенный финансовый риск и низкий спрос на их продукцию в сочетании с несущественной ликвидностью и заоблачной волатильностью делают их акции не лучшим выбором вложения средств. Наша модель оценки по DCF показывает, что справедливая стоимость акции Комбината составляет 37 200 UZS за единицу.

Производственные показатели

Выручка по продукции



Производство (тыс. дал) и использование мощности (%)



Отчет о прибыли, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM	Балансовый отчет, млрд UZS	2018	2019	2020	2021	TTM
Выручка	405	520	696	725	738	Запасы	98	82	96	133	102
Себестоимость	(273)	(341)	(445)	(448)	(513)	Дебиторская задолженность	16	52	39	154	202
Валовая прибыль	132	179	251	277	226	Денежные средства	34	34	14	9	16
Расходы по реализации	(33)	(27)	(76)	(131)	(90)	Текущие активы	171	176	154	310	332
Административные расходы	(5)	(6)	(7)	(10)	(11)	Основные средства	22	44	36	30	25
Прочие опер расходы	(33)	(13)	(25)	(10)	(12)	Долгосрочные инвестиции	53	76	89	96	152
Прочие опер доходы	1	2	2	30	30	Долгосрочная дебиторская задол.	155	1	79	108	108
EBIT	62	135	145	156	142	Сумма активов	412	457	359	544	633
Фин доходы	25	8	9	1	4	Кредиторская задолженность	30	20	46	64	177
Фин расходы	(36)	(54)	(43)	(18)	(37)	Кредиты и займы	26	58	54	221	236
Доналоговая прибыль	51	89	111	139	110	Текущие обязательства	56	78	100	285	413
Налог на сверхприбыль	(8)	(11)	(20)	(21)	(22)	Долгосрочные кредиты и займы	192	172	37	0	0
Чистая прибыль	43	78	90	118	88	Долгосрочные обязательства	192	172	37	0	0
Рост и маржа (%)	2018	2019	2020	2021	TTM	Собственный капитал	160	207	222	259	220
Темпы роста выручки	30,0%	28,7%	33,7%	4,2%	1,8%	Обязательства и капитал	409	457	359	544	633
Валовая маржа	32,6%	34,4%	36,1%	38,2%	30,6%	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	2020	2021	TTM
EBIT маржа	15,4%	26,0%	20,8%	21,5%	19,3%	Текущая ликвидность	3,1x	2,3x	1,5x	1,1x	0,8x
NOPLAT маржа	13,4%	23,8%	17,9%	18,5%	16,3%	Долг/общая капитализация	-	-	14%	26%	36%
Маржа чистой прибыли	10,7%	14,9%	13,0%	16,2%	11,9%	Долг/активы	53%	50%	25%	41%	37%
SG&A	17,5%	8,8%	15,5%	20,9%	15,4%	Долг/собственные средства	1,4x	1,1x	0,4x	0,9x	1,1x
ROE	29,7%	42,3%	42,2%	49,0%	39,5%	Долг/IC	1,4x	1,2x	0,4x	0,7x	0,6x
ROA	11,2%	17,8%	22,2%	26,1%	15,1%	Долг/EBIT	3,5x	1,7x	0,6x	1,4x	1,7x
Справочные данные	2018	2019	2020	2021	TTM	Собственные средства/активы	39%	45%	62%	48%	35%
Акции в обращении, млн штук	1,87	1,87	1,87	18,7	18,7	Активы/собственный капитал	2,6x	2,2x	1,6x	2,1x	2,9x
Балансовая стоимость акции, UZS	85 702	110 454	118 726	13 854	11 769	Мультипликаторы	2018	2019	2020	2021	TTM
Рыночная стоимость акции, UZS	-	-	350 000	45 000	40 000	P/B	-	-	2,9x	3,2x	3,4x
Рыночная капитализация	-	-	655	842	748	P/E	-	-	7,2x	7,1x	8,5x
EV	-	-	731	1 053	968	P/S	-	-	0,9x	1,2x	1,0x
Рабочий капитал	84	113	89	223	127	EV/S	-	-	1,1x	1,5x	1,3x
Реинвестиции	0	8	5	3	3	EV/EBIT	-	-	5,0x	6,8x	6,8x
Инвестированный капитал	157	193	254	314	381	EV/EBITDA	-	-	4,8x	6,8x	6,6x
EPS, UZS на акцию	23 081	41 452	48 355	6 299	4 700						

*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.