

АО «Узметкомбинат»

Завод планирует увеличить мощность производства в 2 раза

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

 Тикер на UZSE: **UZMK**

 Текущая цена: **8 700 UZS**

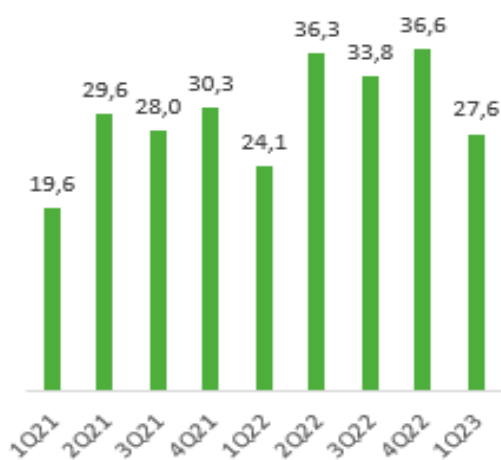
 Целевая цена: **14 017 UZS**

 Потенциал роста: **61%**

Динамика акций UZMK на UZSE за 1 год



Объем строительных работ. трлн сум



Матмуродова Зевара
инвестиционный аналитик
matmurodova@ffin.uz



АО Узметкомбинат – лидер черной металлургии Республики Узбекистан. Компания является десятым по величине налогоплательщиком в стране и занимает восьмое место по величине чистого дохода и дивидендов, выплачиваемых в государственный бюджет. Комбинат имеет установленную мощность в более чем 1 млн. тонн проката в год, а также реализует масштабную инвестиционную программу с целью увеличения мощностей до 2,2 млн. тонн в год. В 2022 году Комбинат достиг рекордной выручки в 8,45 трлн UZS. Согласно прогнозам самого предприятия, после выхода на полную мощность в 2025-2026 годах проект приведет к увеличению выручки в два раза до 16-17 трлн UZS.

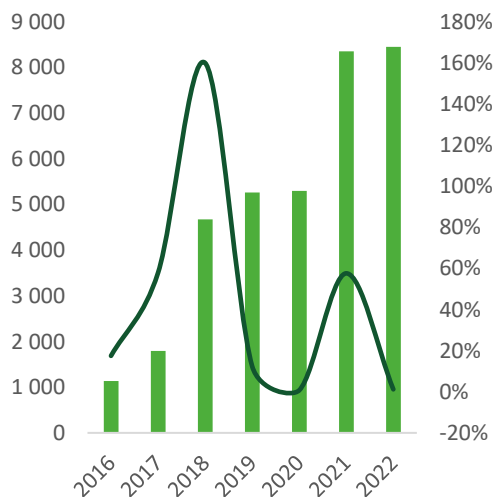
Положительные изменения (+)

(+) Завод планирует увеличить мощность производства в 2 раза. Стратегические планы Узметкомбината на 2021–2031 годы направлены на увеличение годового производства до 2,2 млн тонн с текущих мощностей в один миллион тонн. Центральным элементом инвестиционного проекта является строительство нового литейно-прокатного цеха. Частичный запуск литейного завода планируется на конец 2024 года, выход на полную мощность ожидается в 2025-2026 годах. Компания прогнозирует, что новая линия частично заместит импортируемую продукцию на рынке металлопродукции, что увеличит долю компании на рынке. Согласно прогнозам самого предприятия, проект приведет к увеличению выручки в два раза до 16-17 трлн UZS при нынешних 8,45 трлн UZS.

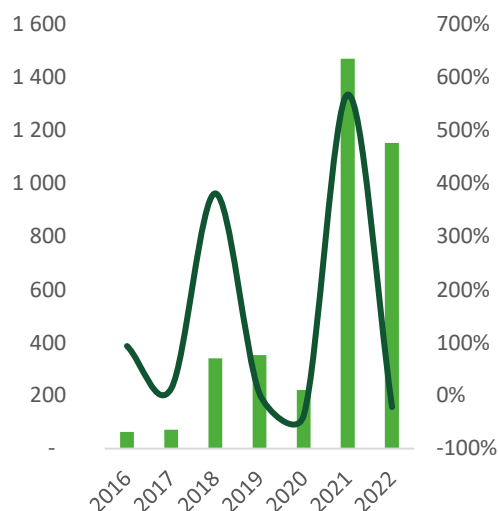
(+) Строительный рынок - это пятая по темпу роста отрасль экономики. В Узбекистане строительная индустрия определена как приоритетная отрасль экономики, иллюстрирующая стабильный ежегодный рост. Строительный бум обусловлен стремительно растущим населением и развитием новых проектов коммерческого и жилого строительства по всей стране. Строительство в Узбекистане выросло на 22,9% в 2019 г., на 9,5% в 2020 г. и на 6,8% в 2021 г. В 2022 году реальный рост объема производства в сфере строительных материалов увеличился на 5%.

Финансовые показатели

Выручка, млрд UZS



Чистая прибыль, млрд UZS



(+) Узметкомбинат обладает монополией на сбор и переработку лома черных металлов. Предприятие является монополистом по сбору металлолома – сырья для продукции Комбината. На данный момент лом и отходы черных металлов, собранные на территории Узбекистана, подлежат сдаче исключительно данному предприятию.

(+) Получение рейтинга Fitch на уровне BB- стабильный. В 2022 году Узметкомбинат получил международный кредитный рейтинг на уровне суверенного "BB-/стабильный", сопоставимого с суверенным рейтингом Узбекистана, от Лондонского отделения международного рейтингового агентства Fitch Ratings.

(+) M&A сделка увеличила мощность завода на 10%. В январе 2022 года Узметкомбинат купил 51% доли завода Lida Metal в Ахангаране с объемами производства в 200 тысяч тонн. M&A сделка дала положительный синергетический эффект на выручку комбината в этом году и увеличила мощности завода на 10%.

Риски (-)

(-) Прибыль за первый квартал снизилась на 41,3%. Выручка упала более чем на 6% в сравнении с I кварталом 2022 года. Согласно прогнозам компании, опубликованным в бизнес плане выручка за I квартал должна была составить 2 454.1 млрд сумов, по факту выручка составила 1 899.6 млрд сумов, что на 23% ниже ожиданий компании. Чистая прибыль уменьшилась на 41.3% с прежних 366,9 млрд сумов до нынешних 215,4 млрд сумов. Стоит отметить, что снижение выручки связано с перебоями с электроснабжением в стране в начале текущего года, а также со сложными погодными условиями. В связи с одноразовым характером событий, повлиявших на выручку компании в 1 квартале 2023 года, менеджмент компании ожидает более положительную динамику финансовых показателей в 2 квартале текущего года.

(-) Риск потери монополии на сбор и переработку лома черных металлов. В настоящее время компания имеет монополию на сбор лома черных металлов в Узбекистане, однако Антимонопольный комитет уже несколько раз поднимал вопрос о прекращении монополии с целью повышения внутренней конкуренции. Помимо этого, в стране присутствует существенный дефицит металлолома, из-за чего компании приходится увеличивать цену за металлолом, чтобы стимулировать предприятия и население на сдачу лома, а также восполнять данный дефицит, импортируя лом из других стран, что также негативно влияет на себестоимость, увеличивая стоимость сырья.

(-) Появление на рынке новых конкурентов. В результате санкционного давления российские металлургические компании были вынуждены переориентировать свои экспортные потоки с европейского и американского рынков, что отразилось в том числе на импорте Узбекистана из России: закупки чёрных металлов увеличились в 2022 году почти на треть с \$724 млн до \$1,027 млрд. Помимо этого, в Республике действует нулевая пошлина на импорт сортового проката, данный фактор негативно повлиял на объемы производства сортового проката Узметкомбината, в 2021 и 2022 году объем производства проката снизился на 10% и 7% соответственно. Также при вступлении Узбекистана в ЕАЭС или ВТО, ожидается увеличение конкуренции на рынке черной металлургии, в следствии чего может наблюдаться снижение цен и спроса на товары местного производства, в том числе на продукцию Узметкомбината.

Модель оценки. Компания оценивалась на основе модели дисконтирования будущих денежных потоков. Было создано три сценария развития событий для компании: консервативный, основной и оптимистичный. За последние семь лет, выручка предприятия росла со средней скоростью в 45%.

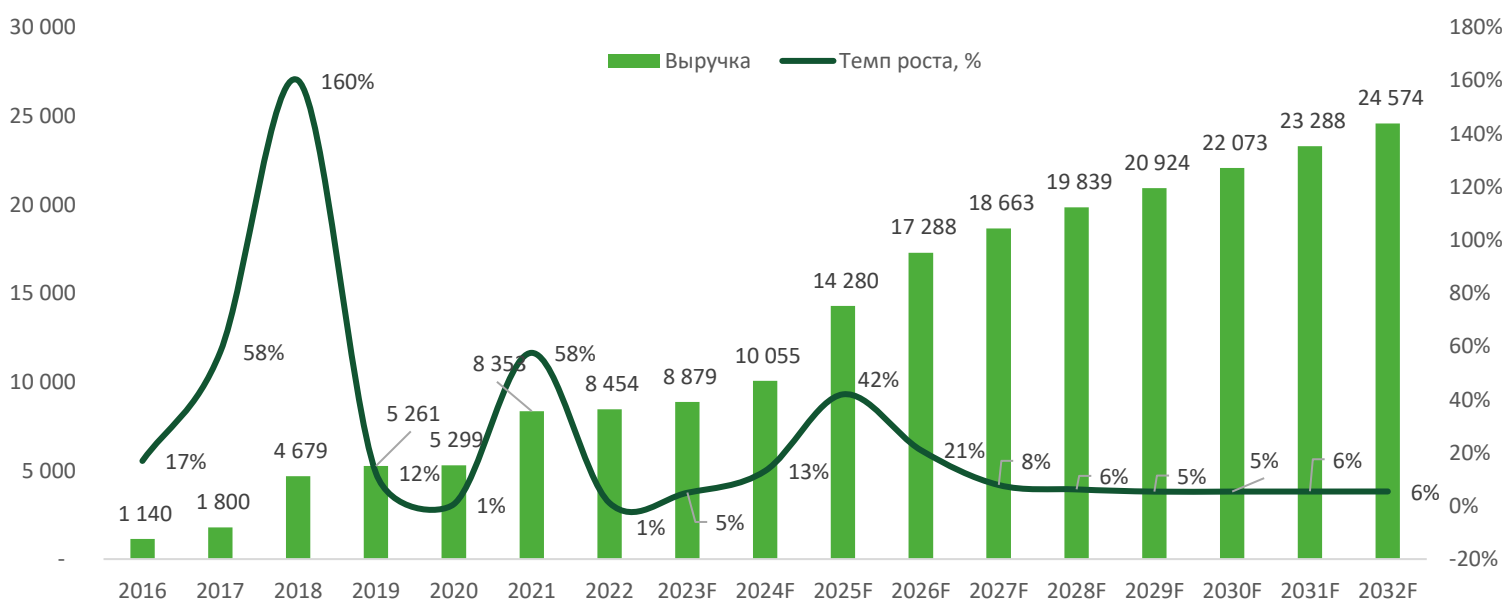
Прогнозная выручка высчитывалась при следующих условиях:

В консервативном сценарии (bear case): выручка завода снижается на 1% в 2023 году из-за снижения цен на металлопродукцию как на мировых рынках, так и на местном рынке в связи с рецессией и снижением темпов роста строительства. В соответствии с прогнозами Компании, ЛПК должен выйти на полную мощность к 2025 году, в консервативном сценарии проект отстает по срокам и выход на полную мощность ожидается в конце 2026 года. **В основном сценарии (base case)** цены на продукцию незначительно растут, ожидаемая мировая рецессия 2023 года почти не сказывается на местных ценах и спросе продукции Компании, однако в 2023 и 2024 годах выручка растет всего на 5% и 13% соответственно, ЛПК выходит на полную мощность в 2025 году, и с 2025 года наблюдается рост выручки. Прогнозируемые 16-17 трлн сумов выручки достигаются в 2026 году. **В оптимистичном сценарии (bull case)** Компания укладывается в график работ, ЛПК частично запускается уже в конце 2024 года, в связи с этим выручка начинает расти уже в 2024 году, и в 2025 году после запуска на полную мощность в указанные сроки, выручка стремительно увеличивается в 2025 году.

По консервативному анализу мы оцениваем стоимость одной акции в 12 287 UZS, по основному сценарию в 14 017 UZS и при лучших обстоятельствах в 16 858 UZS.

Резюме. К сильным сторонам компании относятся ее доминирующая доля на внутреннем рынке металлопродукции, монополия на сбор и переработку лома черных металлов и сеть приемных пунктов, высокие внутренние цены на сталь, низкие затраты на рабочую силу и энергию, небольшое количество иностранных конкурентов на внутреннем рынке, опытный менеджмент и высококвалифицированные технические специалисты. Слабые стороны компании включают неопределенность в отношении статуса монополии на лом и государственной поддержки, дефицит лома внутри страны, что в итоге создает зависимость от импортного сырья, а также появление существенного энергодефицита в стране, что может помешать реализации инвестиционных проектов Комбината.

Прогноз выручки за период 2023 - 2032 гг.



Финансовые показатели за период 2016 - 2022 гг.

Отчет о прибыли, млрд UZS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Выручка	1 140	1 800	4 679	5 261	5 299	8 353	8 454
Себестоимость	(786)	(1 217)	(3 531)	(4 128)	(4 337)	(5 630)	(5 969)
Валовая прибыль	354	583	1 148	1 132	962	2 723	2 485
Расходы по реализации	(30)	(33)	(31)	(40)	(49)	(40)	(38)
Админ расходы	(67)	(79)	(110)	(178)	(203)	(271)	(327)
Прочие опер расходы	(172)	(220)	(426)	(379)	(371)	(544)	(709)
Прочие опер доходы	16	30	39	42	71	124	113
ЕБИТ	101	281	620	577	411	1 992	1 524
Фин доходы	12	153	103	86	243	114	934
Фин расходы	(39)	(352)	(316)	(240)	(362)	(343)	(1 079)
Доналоговая прибыль	75	81	406	424	291	1 762	1 379
Налог	(12)	(11)	(66)	(71)	(71)	(291)	(226)
Чистая прибыль	62	71	340	353	220	1 471	1 153
Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Темпы роста выручки	17%	58%	160%	12%	1%	58%	1%
Темпы роста ЕБИТ	119%	65%	97%	-1%	-15%	183%	-9%
Темпы роста NOPLAT	97%	204%	105%	-8%	-33%	401%	-24%
Валовая маржа	31%	32%	25%	22%	18%	33%	29%
ЕБИТ маржа	9%	16%	13%	11%	8%	24%	18%
NOPLAT маржа	8%	15%	12%	10%	6%	20%	15%
Маржа чистой прибыли	5%	4%	7%	7%	4%	18%	14%
Справочные данные	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Акции в обращении, млн штук	43	43	43	43	43	43	457
Балансовая стоимость акции, UZS	17 095	19 840	31 396	39 070	42 114	72 134	8 533
Рыночная стоимость акции, UZS	6 000	5 400	15 000	30 000	40 000	115 000	8 700
Рыночная капитализация, млрд UZS	258	232	645	1 290	1 720	4 945	3 972
EV, млрд UZS	310	474	1 304	2 273	2 772	4 981	6 556
Рабочий капитал, млрд UZS	107	145	722	821	388	1 035	2 236
EPS, UZS на акцию	1 450	1 642	7 905	8 199	5 123	34 220	2 526
Балансовый отчет, млрд UZS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Заласы	214	343	884	1 040	774	1 224	1 849
Дебиторская задолженность	65	254	452	680	288	635	1 562
Денежные средства	53	195	146	39	379	2 067	211
Прочие активы	136	451	382	723	1 307	2 010	3 019
Текущие активы	468	1 243	1 864	2 482	2 748	5 937	6 642
Основные средства	501	468	858	1 046	1 078	1 108	1 003
Прочие долгосрочные активы	100	289	273	305	600	934	2 288
Сумма активов	1 070	1 999	2 995	3 833	4 426	7 979	9 933
Кредиторская задолженность	172	451	614	899	674	825	1 176
Кредиты и займы	37	30	45	176	118	725	424
Прочие текущие обязательства	57	257	226	231	510	1 949	2 067
Текущие обязательства	266	738	885	1 306	1 303	3 498	3 666
Долгосрочные обязательства	68	408	760	847	1 313	1 379	2 371
Собственный капитал	735	853	1 350	1 680	1 811	3 102	3 896
Обязательства и капитал	1 070	1 999	2 995	3 833	4 426	7 979	9 933
Ликвидность и структура капитала	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Текущая ликвидность, x	1,8x	1,7x	2,1x	1,9x	2,1x	1,7x	1,8x
Долг/общая капитализация, %	41%	188%	125%	79%	83%	43%	70%
Долг/активы, %	10%	22%	27%	27%	32%	26%	28%
Долг/собственные средства, x	14%	51%	60%	61%	79%	68%	72%
Собственные средства/активы, %	157%	69%	72%	68%	66%	52%	59%
Активы/собственный капитал, x	64%	146%	138%	148%	152%	191%	170%
Мультипликаторы	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
P/B, x	0,35x	0,27x	0,48x	0,77x	0,95x	1,59x	1,02x
P/E, x	4,14x	3,29x	1,90x	3,66x	7,81x	3,36x	3,44x
P/S, x	0,23x	0,13x	0,14x	0,25x	0,32x	0,59x	0,47x
EV/S, x	0,27x	0,26x	0,28x	0,43x	0,52x	0,60x	0,78x
EV/ЕБИТ	0,88x	0,81x	1,14x	2,01x	2,88x	1,83x	2,64x
EV/ЕБИТDA	16,58x	2,52x	4,07x	5,48x	11,47x	2,63x	4,74x

*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.