

АО УзРТСБ

Дивидендный аристократ с высокими показателями маржинальности

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

 Тикер на UZSE: **URTS**

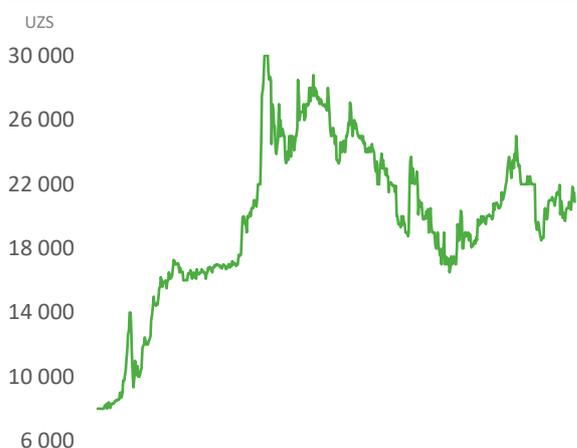
 Текущая цена: **20 100 UZS**

 Целевая цена: **30 093 UZS**

 Потенциал роста: **49%**

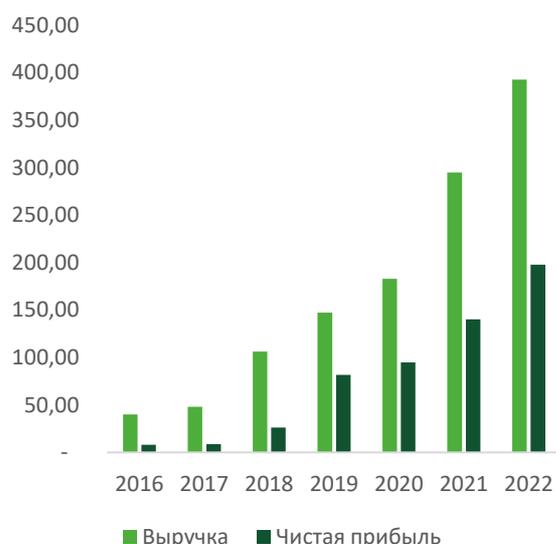
Динамика акций URTS

(04.01.2021-01.06.2023)



Финансовые показатели

Млрд. UZS



Матмуродова Зевара
инвестиционный аналитик
matmurodova@ffin.uz



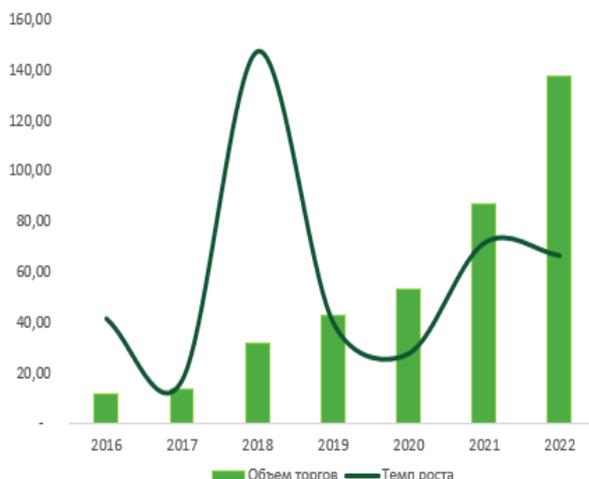
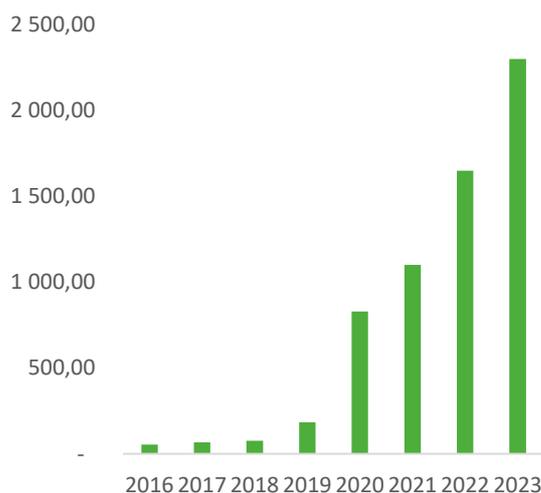
Узбекская товарно-сырьевая биржа – крупнейшая биржа Центральной Азии, демонстрирующая динамичный рост финансовых показателей и историей выплаты высоких дивидендов за последние 15 лет. УзРТСБ играет значительную роль в обеспечении равноправного доступа национальных и зарубежных компаний к высоколиквидным товарам, производимым в республике, таким как черные и цветные металлы, нефтепродукты, хлопковое волокно, минеральные удобрения, сахар, пшеничная мука, зерно и многое другое.

Инвестиционный тезис:

(+) Высоко-маржинальная бизнес модель. Бизнес-модель торговых площадок не требует внушительных капитальных затрат или большого количества сотрудников для поддержания работоспособности. Основным направлением деятельности Компании является организация и проведение торгов биржевыми товарами, а основным источником ее дохода является комиссия, взимаемая с участников торгов. Маржа валовой прибыли УзРТСБ значительно улучшилась с 77% в 2017г до 91% в 2022 году. В среднем валовая маржа за последние 7 лет составляла 85%, а чистая маржинальность 39%. В 2022 году операционная и чистая маржа Компании составила 55,2% и 50,4% соответственно.

(+) Отличные финансовые показатели. За последние 7 лет среднегодовой темп роста выручки составил 49,6%, в то время как совокупный среднегодовой темп роста чистой прибыли составил 39,6%. По итогам 2022 года выручка выросла на 33%, а чистая прибыль на 41,1% в сравнение с 2021 годом. В первом квартале 2023 года выручка выросла на 14,15% с 83,0 млрд сум до 94,7 млрд сум (в сравнении с I кварталом 2022 года). Чистая прибыль увеличилась на 25,78% с прежних 45,65 млрд сум до нынешних 57,42 млрд сум. Также, стоит отметить, что биржа не имеет ни краткосрочных, ни долгосрочных долговых обязательств в виде кредитов или займов, что свидетельствует об устойчивом финансовом положении Компании.

(+) Введение торгов деривативами. Постановлением Президента Республики Узбекистан №5031, внедрение в биржевые торги современных товарных деривативов (в т.ч фьючерсных контрактов) определено как новое направление развития биржи. Нормативно-правовая основа для торговли деривативами уже подготовлена, на данный момент Компания проводит тестирование сделок с данными инструментами. Реализация проекта позволит минимизировать риски от колебания цен как для производителей так и для покупателей, а также увеличить товарооборот биржи.

Объем биржевых торгов (млн. UZS)

Дивиденд на акцию (UZS)


(+) Стремительный рост объема биржевых торгов. В 2022 году объем торгов составил 137,88 трлн. сум, что на 58,41% больше чем за 2021 год. С 2015 по 2022 годы оборот биржи показал рост более чем на 1454,45%, со средним годовым ростом в 45,21%. По нашим подсчетам, корреляция между ростом суммы сделок на бирже и ростом её выручки составляет 99%. Также в 1 квартале 2023 года биржа показывает впечатляющий рост товарооборота, который составил 35,12 трлн сумов, что на 29,32% больше чем за соответствующий период 2022 года. Стоит отметить, что в 2022 году наблюдалось снижение темпов роста, в последующие года мы также ожидаем замедление темпов роста товарооборота.

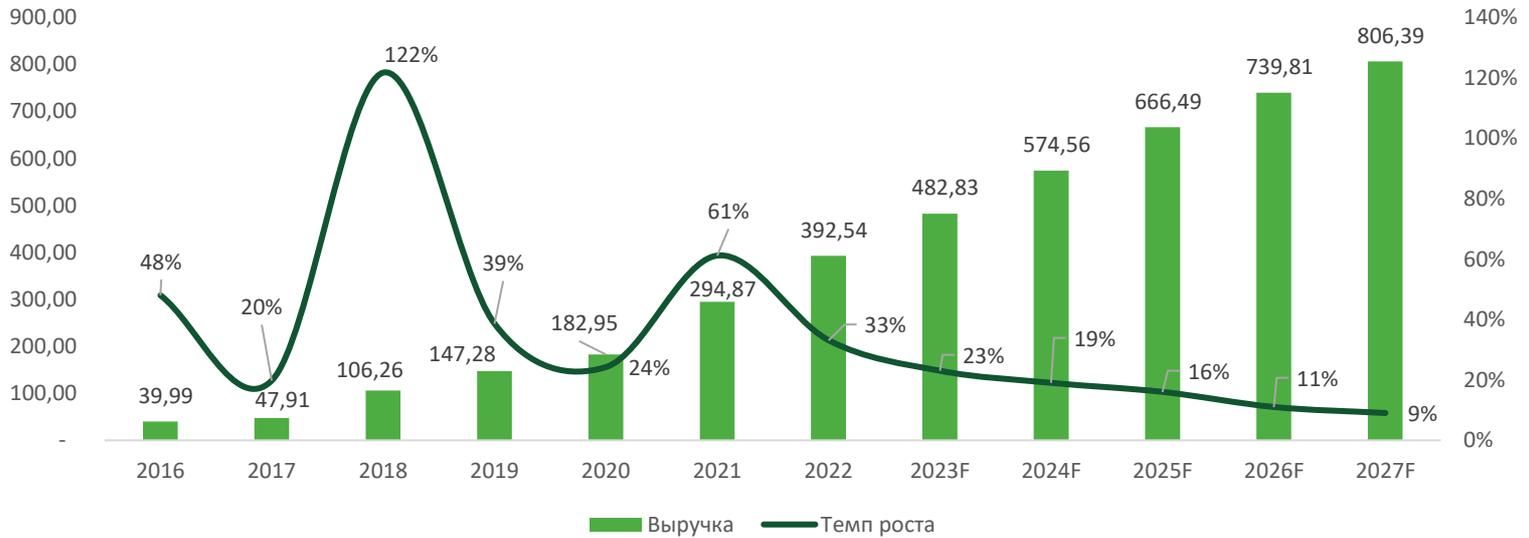
(+) Стабильная дивидендная политика. АО УзРТСБ является одной из немногих компаний на РФБ Тошкент, которая стабильно выплачивает дивиденды своим акционерам на протяжении более чем 15 лет. В среднем компания выплачивала 88% своей чистой прибыли в виде дивидендов в течение последних 3 лет. Средняя доходность по дивидендам составила 9,3% на одну акцию. По итогам 2022 года компания также направила 87,21% чистой прибыли на выплату дивидендов в размере 2300 сум на акцию (10% от рыночной стоимости акций).

(-) Высокая доля товарооборота приходится на реализацию высоколиквидной продукции. Согласно ряду Постановлений Президента РУз, высоколиквидная продукция, а также продукция государственных компаний монополистов, такая как бензин, нефть, полиэтилен, уголь, медь, минеральные удобрения, цемент, мука, пшеница, сахар, спирт и многие другие должны реализовываться исключительно посредством биржевых торгов. В настоящее время, большая часть товарооборота биржи приходится на реализацию высоколиквидных и монопольных видов продукции, что с одной стороны является фактором, обеспечивающим стабильный рост объема торгов, но с другой стороны является фактором риска т.к. данные Постановления могут быть отменены либо ограничены, что может привести к значительному сокращению объема торгов.

Модель оценки. Компания оценивалась на основе модели дисконтирования будущих денежных потоков. Было создано три сценария развития событий для компании: консервативный, базовый и оптимистичный. Для расчета выручки товарно-сырьевой биржи мы исходили из прогноза наращивания объемов торгов продукции за счет роста количества участников торгов, увеличения предложения товаров, планов государства по стимулированию электронной коммерции, и введения новых деривативных инструментов. Наиболее вероятным сценарием динамики финансовых показателей Компании мы считаем базовый. Цена за одну простую акцию согласно данному сценарию составляет 30 093 UZS.

Прогноз выручки за период 2023 - 2027 гг.

Млрд. UZS


Финансовые показатели за период 2016 - 2022 гг.

Отчет о прибыли, млрд UZS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Выручка	40	48	106	147	183	295	393
Себестоимость	(9)	(13)	(16)	(18)	(22)	(28)	(35)
Валовая прибыль	31	35	90	130	161	267	358
Расходы по реализации	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(3)	(2)
Админ расходы	(3)	(5)	(8)	(8)	(10)	(14)	(18)
Прочие опер расходы	(17)	(24)	(53)	(40)	(47)	(106)	(122)
Прочие опер доходы	1	1	1	4	1	12	2
ЕБИТ	11	7	29	84	105	156	217
Фин доходы	5	157	14	21	17	24	52
Фин расходы	(6)	(153)	(10)	(13)	(10)	(10)	(33)
Доналоговая прибыль	10	11	34	93	112	170	236
Налог	(2)	(2)	(7)	(11)	(17)	(30)	(38)
Чистая прибыль	8	9	26	82	95	140	198

Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Темпы роста выручки	48%	20%	122%	39%	24%	61%	33%
Валовая маржа	77%	72%	85%	88%	88%	91%	91%
ЕБИТ маржа	27%	14%	28%	57%	57%	53%	55%
NOPLAT маржа	22%	10%	21%	50%	48%	43%	45%
Маржа чистой прибыли	20%	18%	25%	55%	52%	47%	50%

Балансовый отчет, млрд UZS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Запасы	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Дебиторская задолженность	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	1,1
Денежные средства*	475,6	593,2	1 324,3	1 515,1	2 143,8	3 797,8	4 147,2
Прочие активы	21,3	15,2	6,6	7,1	4,3	9,5	12,8
Текущие активы	497,1	608,6	1 331,2	1 522,4	2 148,4	3 808,4	4 161,2
Основные средства	17,5	26,6	30,8	34,3	41,7	35,6	35,4
Прочие долгосрочные активы	5,1	3,2	3,2	10,9	4,0	5,4	5,9
Сумма активов	519,7	638,4	1 365,4	1 567,7	2 194,1	3 849,2	4 202,5
Кредиторская задолженность	0,5	0,2	0,3	1,2	0,5	0,5	0,2
Кредиты и займы	-	-	-	-	-	-	-
Прочие текущие обязательства*	485,4	600,1	1 302,7	1 435,0	2 030,5	3 638,7	3 922,4
Текущие обязательства	486,0	600,3	1 303,0	1 436,2	2 031,0	3 639,2	3 922,7
Долгосрочные обязательства	-	-	-	-	-	-	-
Собственный капитал	33,7	38,2	62,4	131,7	163,1	214,0	282,4
Обязательства и капитал	519,7	638,4	1 365,4	1 567,7	2 194,1	3 853,2	4 202,5

* включают средства клиентов на расчетном счету биржи

*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 соответствующие последствия этого выбора являются риском инвестора.