

АК Узбектелеком

IPO крупнейшего национального оператора

Цена при IPO: **6 000 - 10 000 UZS**

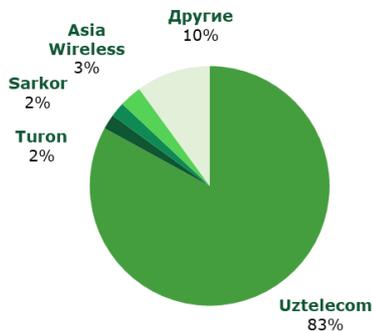
Целевая цена: **6 870 UZS**

Потенциал роста к нижней границе размещения: **14,5%**

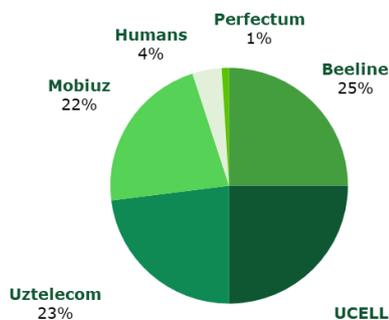
Количество абонентов, млн ч.



Доля на рынке интернет-услуг, %



Доля на рынке мобильной связи, %



Матмуродова Зевара
инвестиционный аналитик
matmurodova@ffin.uz

Абдумажидова Феруза
инвестиционный аналитик
abdumajidova@ffin.uz



АК «Узбектелеком» - является ведущим оператором телекоммуникаций и крупнейшим провайдером широкополосного интернета в Узбекистане, удерживая впечатляющие 83% доли на рынке широкополосного доступа к сети интернет и 23% доли на рынке мобильной связи. Национальный оператор стал неотъемлемой частью цифровизации страны, обеспечивая широкий спектр телекоммуникационных услуг для населения и бизнеса.

Инвестиционный тезис:

(+) Ведущий провайдер интернета и мобильной связи в стране. Компания является основным игроком, определяющим стандарты и направление развития в секторе интернет-коммуникаций Узбекистана. Компания удерживает долю в 83% на рынке домашнего интернета, в то время как ее конкуренты, такие как Sarkor Telecom, Turon Telecom и другие, разделяют оставшиеся 17%, имея лишь 2-3% доли каждый. На рынке мобильной связи доля Узбектелекома составляет 23%, в то время как ее конкуренты Beeline, Ucell и Mobiuz занимают 25%, 25% и 22% соответственно, что свидетельствует о том, что рынок мобильной связи гораздо более конкурентная среда в сравнении с рынком интернет-услуг, на котором Компания является монополистом. Согласно данным на начало 2023 года, Компания обслуживает 6,7 миллионов абонентов мобильной связи. В 2019 году данный показатель составлял 5,1 млн, а к 2027 году Узбектелеком планирует увеличить показатель до 10,9 млн. человек.

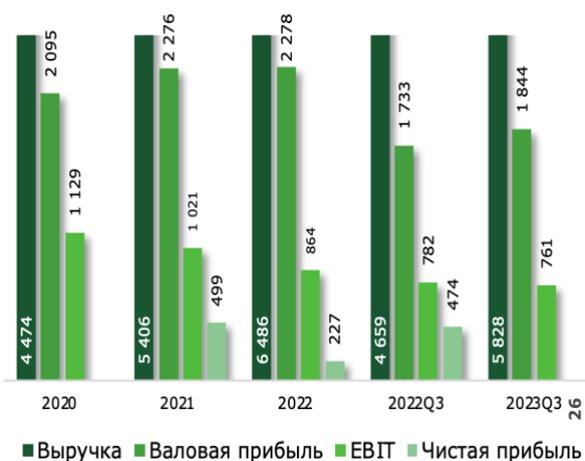
(+) Развитие Компании в контексте цифровизации страны. Государство ставит задачу до 2030 года превратить страну в региональный «IT-HUB» путем развития цифровых технологий. Значительное присутствие Узбектелекома на рынке позиционирует его как ключевого участника в реализации целей правительства в области интернет-коммуникаций и цифровизации. В рамках стратегии "Цифровой Узбекистан-2030", правительство будет тесно взаимодействовать, предоставлять поддержку и тщательно контролировать процесс достижения указанных задач. Правительством поставлены задачи по обеспечению полного охвата всех населенных пунктов

Компоненты выручки, %

Финансовые показатели, млрд. сум

	2020	2021	2022	2022Q3	2023Q3
Выручка	4 474	5 406	6 486	4 659	5 828
Валовая прибыль	2 095	2 276	2 278	1 733	1 844
ЕВИТ	1 129	1 021	864	782	761
Чистая прибыль	69	499	227	474	26

	2020	2021	2022	2022Q3	2023Q3
Валовая маржа	47%	42%	35%	37%	32%
ЕВИТ маржа	25,2%	18,9%	13,3%	16,8%	13,1%
Маржа чистой прибыли	1,5%	9,2%	3,5%	10,2%	0,45%



интернетом и повышению его скорости в 10 раз, доведению скорости подключения к международному интернету до 5 000 Гбит/с (при нынешних показателях в 3 200 Гбит/с), доведению охвата оптово-волоконными линиями связи и широкополосными сетями передачи данных до 100%, для справки, в 2022 году охват всех населенных пунктов оптово-волоконными линиями связи составлял 80%.

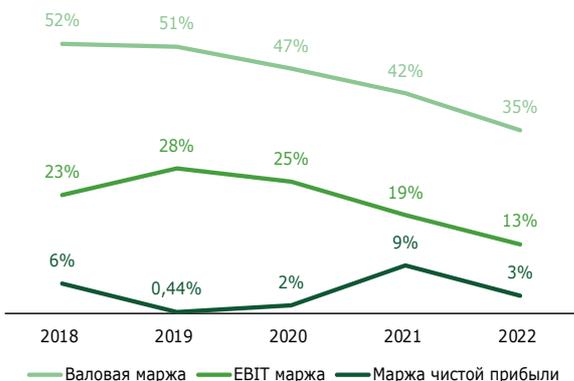
(+) Широкий спектр предоставляемых услуг. В отличие от компаний-конкурентов, ограничивающихся предоставлением услуг только мобильной связи или интернет-услуг, Узбектелеком активно диверсифицирует свои источники дохода. Компания успешно охватывает различные сегменты рынка, предоставляя не только услуги мобильной связи и интернета, но и разнообразные телекоммуникационные и информационные сервисы (аренда каналов, услуги центров обработки данных, услуги колл-центра, облачные решения). Главными компонентами выручки Компании являются доходы от мобильной связи (36%), доходы от интернет-услуг (28%) и доходы от международных операторов (25%). Интеграция разных услуг обеспечивает более эффективное использование инфраструктуры, что приводит к снижению издержек и повышению эффективности. Диверсификация предоставляемых услуг также создает новые возможности для предоставления интегрированных бизнес-решений, что способствует росту и укреплению конкурентоспособности бизнеса.

(+) 30% от чистой прибыли Компании будет направлено на выплату дивидендов. Согласно Постановлению Президента РУз №291 от 02.09.2023, предприятия с государственной долей в 50 процентов и более, при размещении акций на бирже в ходе IPO или SPO, должны будут направлять не менее 30 процентов от чистой прибыли на выплату дивидендов своим акционерам в течение семи лет, как минимум. Узбектелеком также подпадает под данное постановление, что означает, что в течение следующих 7 лет Компания будет направлять не менее 30% от своей прибыли на выплату дивидендов своим акционерам.

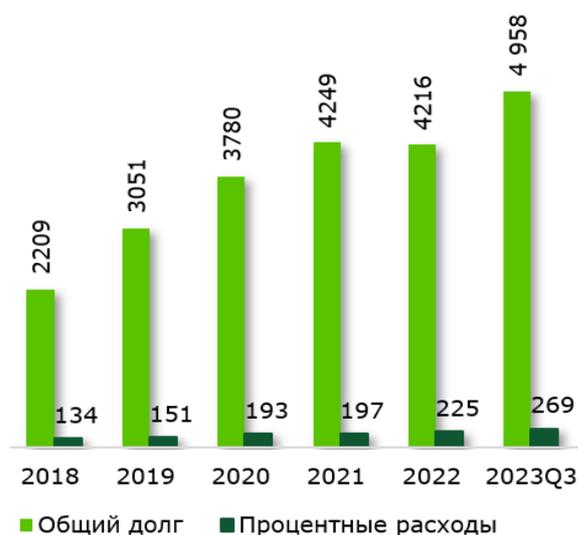
(-) Снижение чистой прибыли на 94% по итогам 9 месяцев 2023 года. Выручка компании по итогам 9 месяцев 2023 года составила 5,83 трлн сум, что на 25% больше, чем в соответствующем периоде прошлого года. Несмотря на рост выручки, чистая прибыль снизилась на 94% с 474 млрд сум по итогам 9 месяцев 2022 года до нынешних 26 млрд сум. Маржа чистой прибыли снизилась с 10,18% в соответствующем периоде прошлого года до 0,45% по итогам 9M23. Главными факторами снижения прибыли стали рост чистого убытка от валютно-курсовых разниц и увеличение процентных расходов по долгу.

(-) Сравнение финансовых показателей по НСБУ и МСФО. Сравнивая финансовые показатели Компании, рассчитанные в соответствии с национальными (НСБУ) и международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) можно наблюдать существенную разницу в отчете о прибыли и убытках. Так, чистая прибыль, рассчитанная в соответствии с МСФО, в 2021 и 2022 годах в 1,9 и 3,2 раза больше, чем чистая прибыль, представленная в отчете НСБУ. Это различие главным образом обусловлено вариациями в подсчете чистого убытка от валютно-курсовых разниц. В МСФО, чистые доходы от валютно-курсовых разниц за 2021 и 2022 годы составили 16 млрд и 3,8 млрд соответственно, тогда как в отчете НСБУ чистые убытки от валютно-курсовых разниц составляют 256,6 млрд и 350,6 млрд. Представители компании пояснили, что причина данных расхождений заключается в накоплении убытков от валютно-курсовых разниц в течение нескольких лет, с последующим

Показатели рентабельности, %



Показатели долговых обязательств, млн. сум



Сравнительные показатели

Показатели	UZTL	Индустрия	
		Средняя	Медиана
ROA	3%	4,9%	4,7%
ROE	9%	13,5%	14,2%
Валовая маржа	35%	60,3%	62,3%
Маржа чистой прибыли	3,5%	10,3%	10,5%
Запасы (дни)	52	93	32
Дебиторка (дни)	34	54	49
Кредиторка (дни)	53	170	145
Коеф. текущ. ликвид	0,53	1,13	0,91
D/E	1,71	1,14	0,80
Активы/Капитал	3,42	2,91	2,38
P/E*	-	9,5	9,3

*по ТТМ у Компании наблюдается убыток, ввиду чего P/E по ТТМ не был рассчитан

признанием их как убытков в отчетах НСБУ, что сильно снизило чистую прибыль компании за последние несколько лет. Согласно заявлению представителей компании, ожидается сохранение этого тренда в ближайшие годы. В долгосрочной перспективе существенная разница по МСФО и НСБУ снизится и показатели уравниваются.

(-) Низкие показатели маржинальности. На конец 2022 года валовая маржа Компании составила 35,1%, снизившись с 42,1% в 2021 году. Для сравнения, медианные отраслевые показатели составляют 60,3%, а средний показатель валовой маржи американских телекоммуникационных компаний составляет 55,5%, что значительно выше наблюдаемых у Узбектелекома показателей рентабельности. Увеличение затрат на импортируемые услуги, а также увеличение фонда оплаты труда привело к значительному росту себестоимости, что сказалось на снижении валовой маржинальности Компании. Маржа чистой прибыли Узбектелекома также сильно отличается от средних показателей телекоммуникационной индустрии. Так в 2022 году она составила 3,5%, а по итогам 9 месяцев 2023 года - 0,45%, при медианных в 10,5%. Низкая рентабельность обусловлена ослаблением курса национальной валюты, из-за которой Компания понесла большие валютно-курсовые убытки, а также глобальным ростом процентных ставок.

(-) Высокий уровень долга. На данный момент общая задолженность компании составляет 4,96 трлн сум. Структура капитала компании выглядит следующим образом: собственный капитал - 33%, долговые обязательства - 67%. Коэффициент Debt-to-Equity составляет 2,06, что намного выше среднего индустриального показателя в 0,8, а также превышает аналогичный показатель для американских компаний телекоммуникационного сектора на 117,72%. Узбектелеком в период с 2023 по 2026 год планирует осуществить инвестиционные проекты на сумму 597,5 млн долларов США для внедрения новых технологий, расширения видов предоставляемых услуг, а также развития и реконструкции магистральных, мобильных и локальных сетей телекоммуникаций. Дополнительное привлечение заемных средств для финансирования этих проектов приведет к увеличению процентных расходов, что негативно скажется на чистой прибыли Компании. Также стоит отметить, что большая часть долгового портфеля состоит из займов в иностранных валютах, что сопряжено с возможными валютными рисками.

Модель оценки. Оценка справедливой стоимости акций компании проводилась при помощи модели дисконтирования будущих денежных потоков. Для оценки Компании мы использовали финансовые результаты по НСБУ, в то время как андеррайтер выпуска использовал данные по МСФО. Учитывая, что дивиденды акционерам выплачиваются из прибыли по НСБУ, мы посчитали, что разумно оценивать Компанию исходя из финансовых результатов, сформированных в соответствии с Национальными стандартами бухгалтерского учета (НСБУ).

Целевая цена акций Компании оценивается в **6 870 сум** с потенциалом роста в 14,5% к нижней границе размещения, предлагаемой андеррайтером на IPO. Целевая цена, рассчитанная андеррайтером составляет **9 135 сум**. С учетом дисконта в 40%, предоставляемого на IPO, стоимость акции для покупки составляет **6 000 сум**. При этом, если применить дисконт в 40% к целевой цене, рассчитанной нашими аналитиками, цена акции составляет **4 122 сум**.

Прогноз выручки за период 2023 - 2027 гг.

Финансовые показатели за период 2018 - 2022 гг.

Отчет о прибыли, млн сум	2018	2019	2020	2021	2022	Балансовый отчет, млн сум	2018	2019	2020	2021	2022
Выручка	2 407	3 082	4 474	5 406	6 486	Запасы	161	394	539	637	556
Себестоимость	1 163	1 506	2 379	3 131	4 208	Дебиторская задолженность	281	442	396	445	751
Валовая прибыль	1 244	1 576	2 095	2 276	2 278	Денежные средства	293	32	17	14	6
G&A	193	164	216	269	351	Отсроченные расходы	355	380	371	432	330
Расходы по реализации	124	209	316	376	434	Текущие активы	1 137	1 385	1 571	1 565	1 710
Прочие опер расходы	462	414	517	693	706	Основные средства	1 464	2 140	3 453	4 599	4 476
Прочие опер доходы	83	65	83	85	77	Капитальные вложения	851	1 404	1 558	1 041	1 296
ЕВИТ	548	855	1 129	1 021	864	Итого активов	5 619	6 669	7 971	8 442	8 433
Фин доходы	94	160	126	255	513	Кредиторская задолженность	208	269	433	404	826
Фин расходы	468	995	1 168	699	1 102	Полученные авансы	81	240	232	401	368
Доналоговая прибыль	174	20	87	577	275	Кредиты и займы	531	828	1 324	2 034	1 609
Налоги	35	7	17	78	48	Текущие обязательства	1 010	1 581	2 219	3 360	3 206
Чистая прибыль	139	13	69	499	227	Долгосрочные займы	1 678	2 224	2 456	2 215	2 607
Рост и маржа (%)	2018	2019	2020	2021	2022	Долгосрочная кредиторка	1 051	974	1 359	670	84
Темпы роста выручки	66%	28%	45%	21%	20%	Долгосрочные обязательства	2 966	3 394	3 960	2 984	2 759
Темпы роста ЕВИТ	268%	56%	32%	-9%	-15%	Собственный капитал	60	217	217	192	332
Валовая маржа	52%	51%	47%	42%	35%	Нераспределенная прибыль	139	16	72	502	230
ЕВИТ маржа	23%	28%	25%	19%	13%	Резервный капитал	1 141	1 162	1 329	1 343	1 839
Маржа чистой прибыли	6%	0%	2%	9%	3%	Обязательства и капитал	5 619	6 669	7 971	8 442	8 433

*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.