

АК «Узбектелеком»

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

Тикер на UZSE: **UZTL**

Текущая цена: **4 700 UZS**

Справедливая цена: **7 400 UZS**

Потенциал роста: **57%**



АК «Узбектелеком» является ведущим оператором телекоммуникаций и крупнейшим провайдером широкополосного интернета в Узбекистане, удерживая долю на рынке широкополосного доступа к сети интернет в 83% и долю на рынке мобильной связи в 23%, согласно последним доступным показателям. Национальный оператор стал неотъемлемой частью стратегии "Цифровой Узбекистан-2030", за счет обеспечения широкого спектра телекоммуникационных услуг для населения и бизнеса.

Обзор последних изменений:

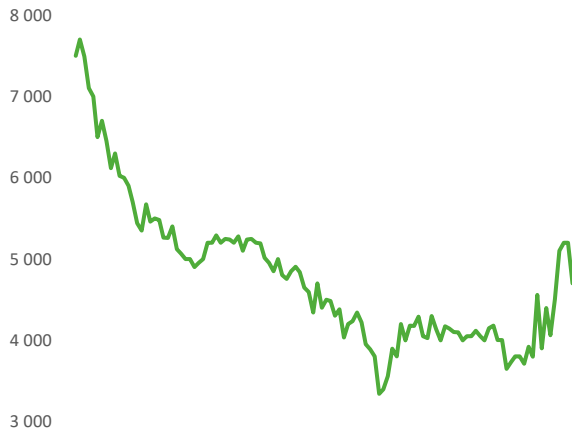
(+) Финансовые показатели

Выручка Узбектелеком продолжает демонстрировать уверенный рост, подкрепленный устойчивой позицией компании на рынке телекоммуникаций, а также масштабными инвестиционными программами. Так, в первом квартале текущего года показатель вырос на 19% по отношению к аналогичному периоду прошлого года, что исключительно позитивно для компании в зрелой фазе корпоративного цикла. Операционная прибыль, однако, снизилась на 39,1% ввиду значительного роста прямых затрат до максимума последних 5 лет (66,4% от выручки), что также указывает на сфокусированность менеджмента на активном росте. Чистая прибыль показала сильный спад по итогам прошлого года на фоне потерь от курсовых колебаний, но укрепилась в первом квартале на 32,3% год к году, составив 104 млрд сум.

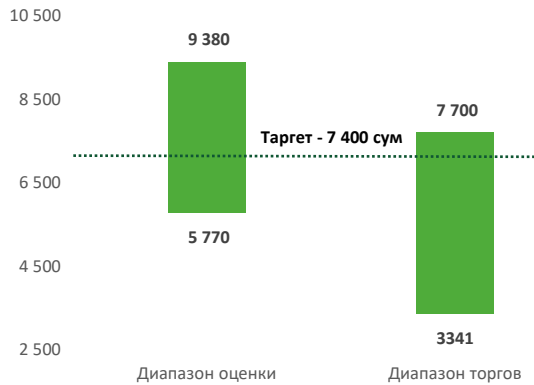
(+) Стратегия по расширению деятельности

Компания активно вовлечена в реализацию стратегии государства «Узбекистан – 2030», в которой предусматривается трансформация страны в региональный центр информационных технологий. За 2023 год Узбектелеком проложил более 60 тысяч километров оптоволоконных линий связи, доведя их общую протяженность до 233 тысяч километров. В результате работ, 100% существующих социальных объектов и 93% населенных пунктов охвачены оптико-волоконными линиями. Проникновение интернета среди населения составило 83,3% на начало 2024 года, что представляет потенциал для роста компании в среднесрочной перспективе. Компания также активно занимается переводом устаревших базовых станций на стандарты 4G и 5G. В частности, в 2023 году Ташкент и Самарканд были полностью охвачены 5G и обеспечены высокоскоростными сетями LTE. Согласно последнему опубликованному бизнес плану компании, Узбектелеком планирует освоить инвестиции на сумму около \$400 млн в следующие три года. Беря во внимание высокий уровень конкуренции на рынке мобильной связи, удовлетворенность спроса среди населения, а также стадию корпоративного цикла компании, успех Узбектелекома в данном сегменте будет всецело зависеть от сохранения качества предоставляемых услуг для привлечения клиентов компаний-конкурентов.

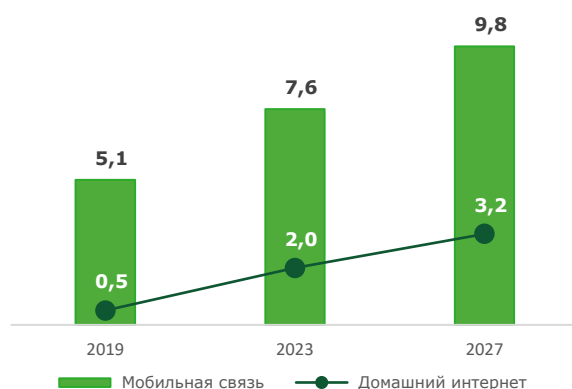
Динамика акций с момента IPO



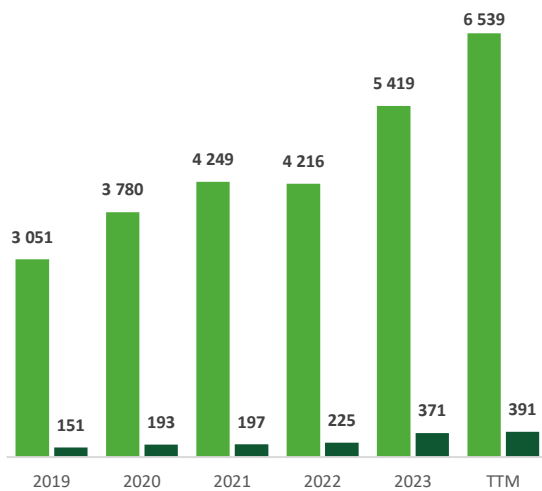
Диапазон оценки



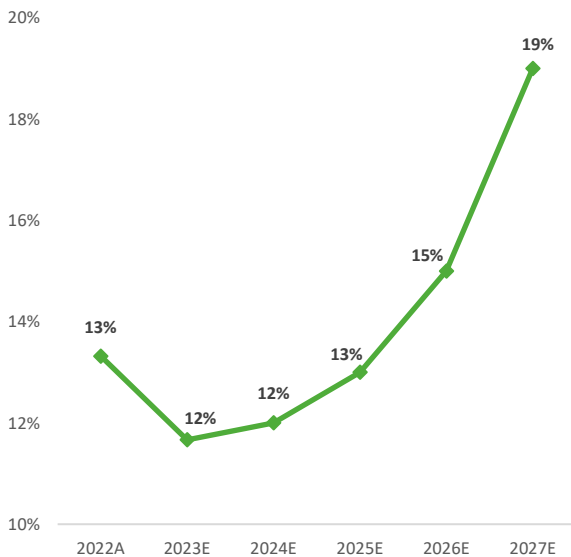
Количество абонентов, млн ч.



Общий долг и процентные расходы, млрд



Прогноз маржи ЕБИТ, %


(-) Отмена монополии и конкуренция.

С 2025 года операторы телекоммуникаций смогут напрямую подключаться к международным интернет-сетям для осуществления своей деятельности. Узбектелеком действовал в качестве посредника, располагающего центром пакетной коммутации, и предоставлял доступ всем провайдерам Республики. С одной стороны, отмена монополии компании подразумевает появление нового рынка услуг по предоставлению подключения к внешним провайдерам, который может негативно сказаться на операционных маржах компании. Однако, мы полагаем, что процесс создания необходимой инфраструктуры для предоставления данного вида услуг может быть капиталоемким проектом, что представляет барьеры для входа конкурентам. Более значительным риском для доминирующей позиции Узбектелекома является возможное появление иностранных игроков на рынке телекоммуникаций в долгосрочной перспективе.

(-) Высокий уровень долга. Общий долг компании в первом квартале года вырос на 24% и составил 6,5 трлн сум. Структура капитала компании выглядит следующим образом: собственный капитал – 27%, долговые обязательства - 73%. Коэффициент Debt-to-Equity вырос с 2,06x до 2,68x, что намного выше среднего индустриального показателя в 0,75x среди американских компаний. Дополнительное привлечение заемных средств для финансирования инвестиционных проектов приведет к повышению стоимости капитала, а также к увеличению процентных расходов, что негативно скажется на чистой прибыли компании. 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.

Целевая цена акций Компании оценивается в **7 400 сум** с потенциалом роста в 57%. Ключевым допущением оценки является восстановление операционной маржи до 19% в терминальном периоде. Этому способствует постепенное снижение себестоимости услуг, а также качество задействования инвестированного капитала в компанию. По нашим оценкам, возврат на инвестированный капитал в терминальной стадии составит 21,2%, превысив ставку средневзвешенной стоимости капитала.

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 полагаем, что разумно оценивать Компанию исходя из финансовых результатов, сформированных в соответствии с Национальными стандартами бухгалтерского учета (НСБУ).

Отчётность за период 2018 - 2022 гг.

Отчет о прибыли, млрд сум	2018	2019	2020	2021	2022	Балансовый отчет, млрд 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
ЕБИТ	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
						Долгосрочная кредиторка	1 051	974	1 359	670	84
Рост и маржа, %	2018	2019	2020	2021	2022	Долгосрочные обязательства	2 966	3 394	3 960	2 984	2 759
Темпы роста выручки	66%	28%	45%	21%	20%	Собственный капитал	60	217	217	192	332
Темпы роста ЕБИТ	268%	56%	32%	-9%	-15%	Нераспределенная прибыль	139	16	72	502	230
Валовая маржа	52%	51%	47%	42%	35%	Резервный капитал	1 141	1 162	1 329	1 343	1 839
ЕБИТ маржа	23%	28%	25%	19%	13%	Обязательства и капитал	5 619	6 669	7 971	8 442	8 433
Маржа чистой прибыли	6%	0%	2%	9%	3%						

Ключевые показатели

Объём торгов, Q12024	51 млн	Выручка, ТТМ	8,1 трлн	P/E, ТТМ	25,1x
Рыночная капитализация	1,39 трлн	Валовая прибыль, ТТМ	2,6 трлн	EPS, ТТМ	187 UZS
Номинал акции	1 154	Чистая прибыль, ТТМ	51 млрд	EPS, 1Y	1793 UZS
28W high	7 700	Операционная маржа, %	21,1%	Forward P/E	39,4x
28W low	3 341	Маржа чистой прибыли, %	0,6%	P/B	0,51x
YTD performance, %	-27%	ROE ТТМ, %	2,0%	Forward P/B	0,79x
YoY performance, %	-	ROA, ТТМ, %	0,4%	Дивиденд на акцию	-
Бета	2,33	Debt/Equity	2,68x	Коэффициент выплаты дивидендов	-

**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.*