

АО УзРТСБ



РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

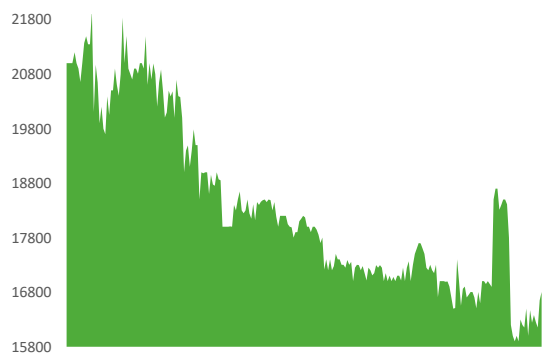
Тикер на UZSE: **URTS**

Текущая цена: **17 200 UZS**

Целевая цена: **24 900 UZS**

Потенциал роста: 45%

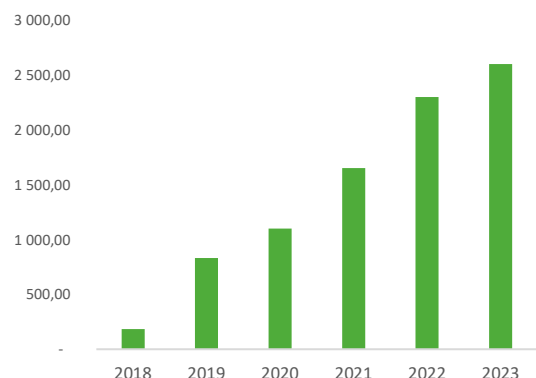
Динамика акций URTS, 04/2023-04/2024



Показатели прибыли, 2018-2023 (млрд сум)



Дивиденд на акцию, 2018-2023



Инвестиционный тезис:

Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа – крупнейшая биржа Центральной Азии, демонстрирующая динамичный рост как биржевых торгов, так и финансовых показателей в течение последних 6 лет. УзРТСБ играет значительную роль в обеспечении равноправного доступа национальных и зарубежных компаний к высоколиквидным товарам, производимым в республике. Компания широко признана участниками фондового рынка благодаря своей надежной и стабильной дивидендной политике, которая успешно поддерживается на протяжении последних 15 лет.

(+) Высоко-маржинальная бизнес модель

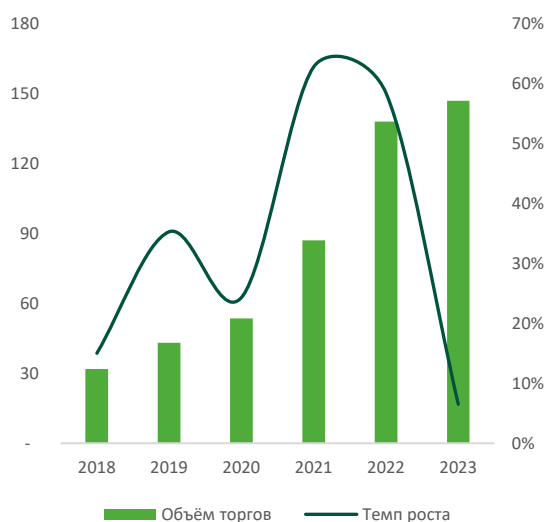
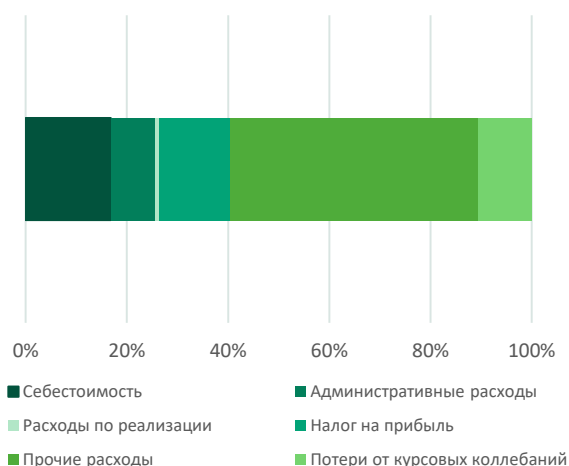
Бизнес-модель торговых площадок не требует внушительных капитальных затрат или большого количества сотрудников для поддержания работоспособности. Основными источниками доходов биржи являются комиссионные сборы за осуществление торговых операций (82,5% от операционных доходов за 2023 год). Маржа чистой прибыли УзРТСБ увеличилась почти в 2,5 раза с 25% в 2018г до 61% в 2023 году. В среднем валовая маржа за последние 6 лет составляла 89%.

(+) Положительные финансовые показатели

За последние 5 лет среднегодовой темп роста выручки составил 31%, а среднегодовой темп роста чистой прибыли за аналогичный период – 68%. Несмотря на незначительное снижение выручки в 2023 году, прирост чистой прибыли составил 16% в сравнении с 2022 годом. Такая динамика отражает доминирующую позицию УзРТСБ среди биржевых операторов с 90% долей всего рынка. Не беря во внимание поддержку государства, лидерство биржи обеспечивается стабильным расширением количества котируемых товаров, модернизацией ИТ-инфраструктуры, а также внедрением новых механизмов торгов. Так например, внедрение в биржевые торги современных товарных деривативов 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.

(+) Стабильная дивидендная политика.

УзРТСБ является одной из немногих компаний залистингованных на РФБ Тошкент, которая стабильно выплачивает дивиденды своим акционерам на протяжении более чем 15 лет. По итогам 2023 года компания направила 85% чистой прибыли на выплату дивидендов или 2600 сум на акцию. Дивидендная доходность для инвесторов составила 15%.

Объём торгов, 2018-2023 (трлн сум)

Структура расходов, среднее 2018-2023

(+) Стремительный рост объема биржевых торгов.

В 2023 году объём торгов составил 146,84 трлн. сум, что на 6% больше чем за 2022 год. С 2018 по 2023 годы оборот биржи показал рост больше чем на 360%, со средним годовым ростом в 53%. Также в 1 квартале 2024 года биржа показывает впечатляющий рост товарооборота, который составил 48,25 трлн сумов, что на 36,6% больше чем за соответствующий период 2023 года. Принимая во внимание прогнозируемый рост ВВП Узбекистана в 6% в среднесрочной перспективе, мы ожидаем дальнейший рост товарооборота биржи, сопровождаемый увеличением потребительского роста и производства.

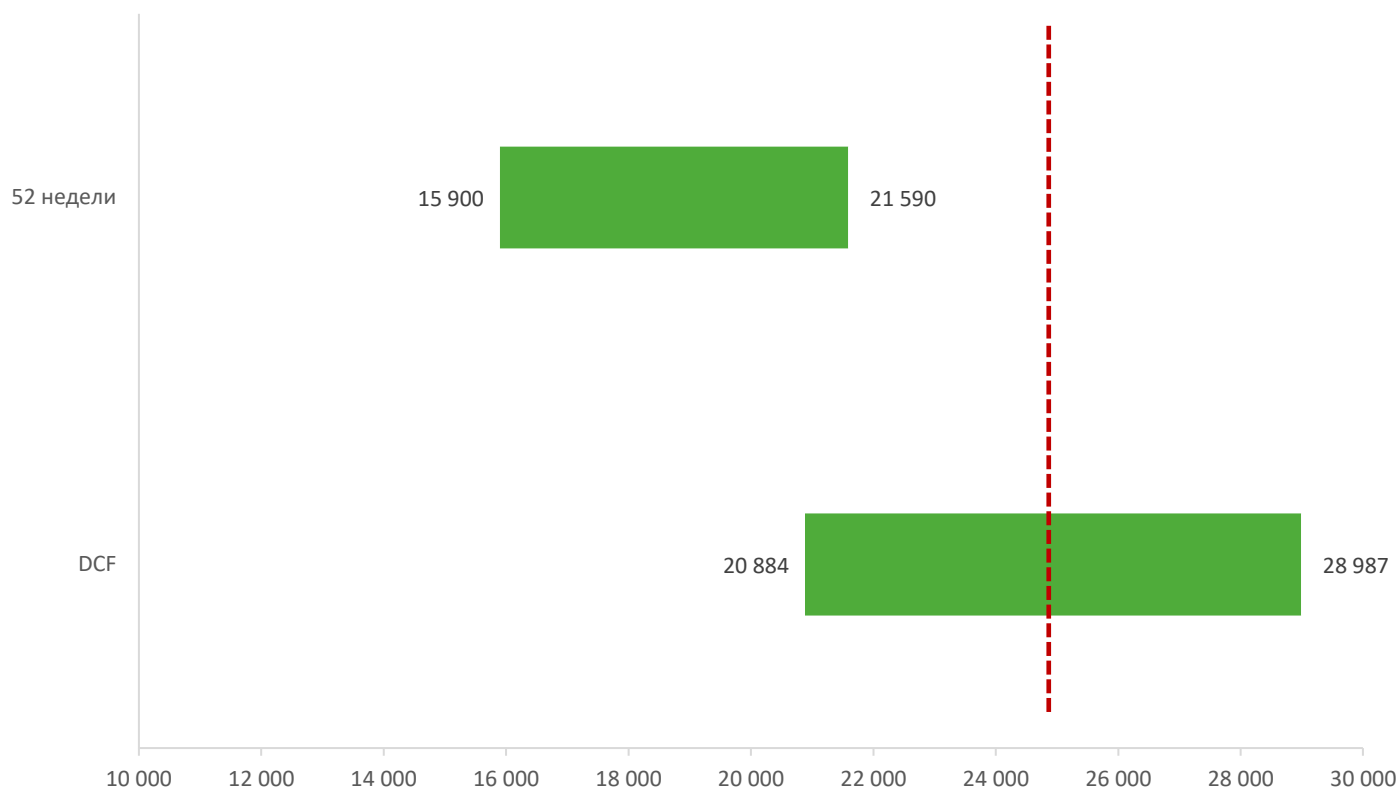
(+) Финансовая устойчивость

Кредитный рейтинг на уровне «В» со стабильным прогнозом, присуждённый банку рейтинговым агентством Fitch в декабре 2023 года, свидетельствует о финансовой стабильности компании и приемлемых практиках риск-менеджмента относительно контрагентов. Биржа не имеет ни краткосрочных, ни долгосрочных долговых обязательств в виде кредитов или займов и не планирует в среднесрочной перспективе привлекать долг, что подкрепляет кредитную оценку. Профиль ликвидности у УзРТСБ обеспечен краткосрочным балансом. Залоговые депозиты клиентов, как правило, имеют очень короткие сроки, при этом на конец 3 кв. 2023 г они на 97% покрывались ликвидными и взаимосвязанными активами. Однако, стоит отметить высокую зависимость от Частного акционерного банка «Трастбанк», в котором УзРТСБ размещает основную часть своих ликвидных активов для ведения финансово-хозяйственной деятельности. Во избежание подверженности риску дефолта банка, биржа постепенно диверсифицирует контрагентов, разместив часть активов в АО «Octobank» и ЧАКБ «Даврбанк».

(-) 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 объёма торгов, но также - фактором риска т.к. данные постановления могут быть отменены либо ограничены, что может привести к значительному сокращению объёма торгов.

Результаты оценки



В результате проведенной оценки стоимости простых акций УзРТСБ, была получена целевая цена в 24,872 сум при базовом сценарии. Целевая цена подразумевает потенциал роста в 45%. Вопреки зависимости биржи от торговли высоколиквидными товарами, компания продолжает уверенное развитие и удерживает ключевую позицию не только на рынке биржевых операторов, но и в экономике в целом. Это положение обусловлено с одной стороны высокими барьерами для входа на рынок, с другой – высокой стоимостью переключения для клиентов. В среднесрочной перспективе рост прибыльности компании будет обеспечен при условии внедрения новых механизмов торгов – дериватов, развития центрального контрагента и инфраструктуры, а также дальнейшего расширения списка котируемых товаров. На данный момент мы считаем, что рыночная цена акций компании может быть недооценена, возможно из-за недооценки рынком её фундаментальных показателей. В связи с этим, мы рекомендуем рассмотреть возможность покупки акций компании по текущим ценам, а также рассмотреть увеличение доли акций компании в инвестиционном портфеле.

Отчет о прибыли, млрд UZS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка	40	48	106	147	183	295	393	377
Себестоимость	(9)	(13)	(16)	(18)	(22)	(28)	(35)	(36)
Валовая прибыль	31	35	90	130	161	267	358	340
Расходы по реализации	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(3)	(2)	(2)
Админ расходы	(17)	(24)	(53)	(40)	(47)	(106)	(122)	(97)
Прочие опер расходы	1	1	1	4	1	12	2	6
Прочие опер доходы	(3)	(5)	(8)	(8)	(10)	(14)	(18)	(26)
ЕБИТ	11	7	29	84	105	156	217	222
Фин доходы	5	157	14	21	17	24	52	87
Фин расходы	(6)	(153)	(10)	(13)	(10)	(10)	(33)	(36)
Доходога прибыль	10	11	34	93	112	170	236	273
Налог	(2)	(2)	(7)	(11)	(17)	(30)	(38)	(44)
Чистая прибыль	8	9	26	82	95	140	198	229

Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Темпы роста выручки	-96%	20%	122%	39%	24%	61%	33%	-4%
Темпы роста ЕБИТ	-87%	13%	160%	44%	25%	65%	34%	-5%
Темпы роста NOPLAT	-80%	-49%	380%	233%	19%	43%	42%	0%
Валовая маржа	77%	72%	85%	88%	88%	91%	91%	90%
ЕБИТ маржа	27%	14%	28%	57%	57%	53%	55%	59%
NOPLAT маржа	22%	10%	21%	50%	48%	43%	45%	47%
Маржа чистой прибыли	20%	18%	25%	55%	52%	47%	50%	61%

Балансовый отчет, млрд UZS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Запасы	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9
Дебиторская задолженность	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	1,1	0,3
Денежные средства*	475,6	593,2	1 324,3	1 515,1	2 143,8	3 797,8	4 147,2	364,5
Прочие активы	21,3	15,2	6,6	7,1	4,3	9,5	12,8	17,2
Текущие активы	497,1	608,6	1 331,2	1 522,4	2 148,4	3 808,4	4 161,2	4 105,6
Основные средства	17,5	26,6	30,8	34,3	41,7	35,6	35,4	35,4
Прочие долгосрочные активы	5,1	3,2	3,2	10,9	4,0	5,4	5,9	5,9
Сумма активов	519,7	638,4	1 365,4	1 567,7	2 194,1	3 849,2	4 202,5	4 147,0
Кредиторская задолженность	0,5	0,2	0,3	1,2	0,5	0,5	0,2	0,1
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	3 815,9
Текущие обязательства	486,0	600,3	1 303,0	1 436,2	2 031,0	3 639,2	3 922,7	41,4
Долгосрочные обязательства	-	-	-	-	-	-	-	-
Собственный капитал	33,7	38,2	62,4	131,7	163,1	214,0	282,4	331,0
Обязательства и капитал	519,7	638,4	1 365,4	1 567,7	2 194,1	3 853,2	4 202,5	4 147,0

* исключает средства клиентов на расчетном счету биржи

Прогноз роста выручки при базовом сценарии, млрд. сум



*Настоящий материал 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.