

АО Кизилкумцемент

Чистая прибыль за 9 месяцев 2023 года выросла на 73%

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

 Тикер на UZSE: **QZSM**

 Текущая цена: **2 800 UZS**

 Целевая цена: **4 487 UZS**

 Потенциал роста: **60%**

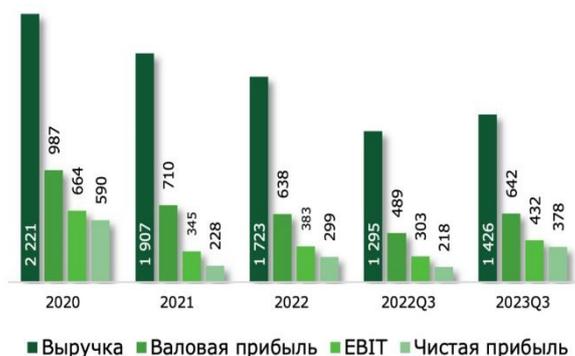
Динамика котировок акций QZSM



Финансовые показатели

	2020	2021	2022	2022Q3	2023Q3
Выручка	2 221	1 907	1 723	1 295	1 426
Валовая прибыль	987	710	638	489	642
ЕБИТ	664	345	383	303	432
Чистая прибыль	590	228	299	218	378

Валовая маржа	44%	37%	37%	38%	45%
ЕБИТ маржа	30%	18%	22%	23%	30%
Маржа чистой прибыли	27%	12%	17%	17%	27%



Матмуродова Зевара
инвестиционный аналитик
matmurodova@ffin.uz

Абдумажидова Феруза
инвестиционный аналитик
abdumajidova@ffin.uz



АО «Кизилкумцемент» является крупнейшим производителем цемента в Узбекистане. На долю предприятия приходится более 20% всего произведенного цемента в стране. В основном, продукция предприятия используется в строительстве стратегически важных объектов государственного значения.

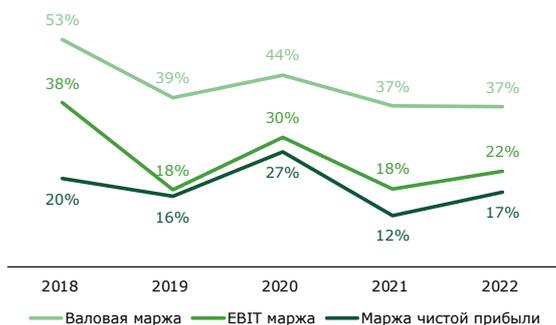
Инвестиционный тезис:

(+) Увеличение производственных мощностей на 30%. Четвертая линия по производству клинкера уже построена и находится на этапе передачи ее в эксплуатацию. Данная линия позволит увеличить производство клинкера, главного материала для производства цемента, на 1 800 тыс. тонн и уменьшит использование газа на 30%. Увеличение мощности позволит производить дополнительные 1 000 тыс. тонн цемента, т.е. завод сможет производить около 4 500 тыс. тонн цемента в год. Основной сценарий прогноза расширения производства предполагает увеличение выручки Компании с 1,7 трлн в 2022 году до 2,6-3,1 трлн UZS в 2024-2025 годах.

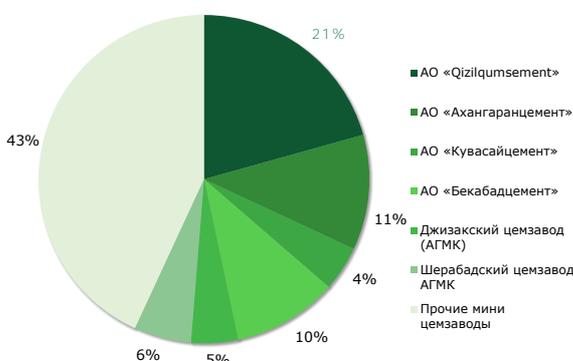
(+) Чистая прибыль за 9 месяцев 2023 года превысила прибыль, полученную предприятием за весь прошлый год. По итогам 9 месяцев 2023 года выручка Компании выросла на 10,2% до 1,43 трлн сум в сравнении с соответствующим периодом прошлого года. Примечательно, что за 9 месяцев 2023 года предприятие получило больше прибыли чем за весь 2022 год - чистая прибыль в 2022 году составила 299 млрд сум, а по итогам 9 месяцев 2023 года чистая прибыль составила 378 млрд сум (+73,2% в сравнении с 9M22). Показатели рентабельности предприятия по итогам 9 месяцев 2023 года также значительно улучшились, так маржа чистой прибыли увеличилась с прежних 17% до 27%. Валовая маржинальность составила 45% против 38% в соответствующем периоде прошлого года.

(+) Промышленность строительных материалов в последние года активно развивается. Развитие данного сектора обусловлено динамичным ростом строительства в Республики и растущим населением. Так, объем строительных работ в Узбекистане вырос 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 увеличился на 5%. За последние годы существенно возросли потребление и производство цемента в стране.

Показатели рентабельности



Доля QZSM на цементном рынке, 2022



Динамика изменения доли QZSM на цементном рынке, 2014 - 2022



Так, с 2014 по 2022 года объем производства цемента в стране удвоился с 7,5 млн. тонн до 14,6 млн. тонн цемента в год. Однако, по словам Компании, достигнутый уровень производства цемента не удовлетворяет потребности рынка. Исходя из растущего спроса на строительные материалы, в том числе цемент, Компания использует большое количество капитальных вложений на увеличение мощностей за счет модернизации существующих и строительства новых технологических линий.

(-) Расходы на электроэнергию и газ сильно выросли. С 1 октября 2023 года правительство значительно повысило цены на электричество и газ для представителей бизнеса и государственных компаний. Стоимость 1 кВт·ч электроэнергии для предприятий увеличилась с 450 до 900 сумов (в 2 раза). Стоимость одного кубометра газа выросла с 660 до 1500 сумов (в 2,3 раза). Данные изменения приведут к значительному росту расходов на электроэнергию и газ, что негативно скажется на рентабельности предприятия. Расходы на электроэнергию и газ составляют значительную часть себестоимости Кизилкумцемента (более 40%). Мы считаем, что в целях предотвращения ухудшения финансовых показателей Компания будет вынуждена повысить цены на продукцию в следующем году, иначе расходы Кизилкумцемента вырастут настолько, что предприятие окажется в убытке, если будет продавать цемент по прежним ценам.

(-) Потеря существенной доли на рынке. За последние десять лет доля Кизилкумцемента на рынке заметно сократилась, упав с 46,25% до 20,64%. Несмотря на то, что компания остается самым крупным производителем цемента в Узбекистане с наибольшей производственной мощностью среди всех цементных заводов страны, её доля на рынке уменьшилась более чем в два раза за последние несколько лет (с 46,25% в 2014 году до 20,64% в 2022 году). На текущий момент в стране функционируют 38 цементных заводов с общей годовой производственной мощностью более 21,0 миллиона тонн.

(-) Усиление конкуренции. В последние несколько лет у Кизилкумцемента появилось большое количество конкурентов из частного сектора, в особенности новые китайские заводы с более высокой эффективностью и новейшими технологиями. Также, недавно в Самарканде был запущен новый цементный завод с мощностью в 3 млн тонн цемента. Для справки - мощность самого крупного завода в Узбекистане - Кизилкумцемент составляет 4,5 млн тонн цемента в год (после ввода в эксплуатацию четвертой технологической линии). Новые иностранные частные предприятия, производящие цемент могут стать серьезными конкурентами для локальных производителей, заняв значительную долю рынка в ближайшие несколько лет. Однако, у Кизилкумцемента есть значительное конкурентное преимущество в виде доверия клиентов. Поскольку заказчики уже привыкли к работе с данным заводом, им необходимо будет вкладывать время и ресурсы в изучение и адаптацию новых поставщиков цемента. Кроме того, клиенты могут испытывать определенное опасение в отношении неизвестного качества и надежности новых конкурентов, что возможно значительно снизит риски потери доли рынка предприятия.

Сравнительные показатели

Показатели	QZSM	Индустрия	
		Средняя	Медиана
ROA	11%	17%	9%
ROE	12%	11%	6%
Валовая маржа	37%	27%	28%
Маржа чистой прибыли	17%	15%	12%
Запасы (дни)	182	124	74
Дебиторка (дни)	33	57	52
Кредиторка (дни)	9	72	58
Коеф. текущ. ликвид	11	2	1
D/E	6%	42%	30%
Долг/EBIT	40%	889%	149%
Активы/Капитал	109%	185%	176%
P/E	3x	16,8x	17,3x

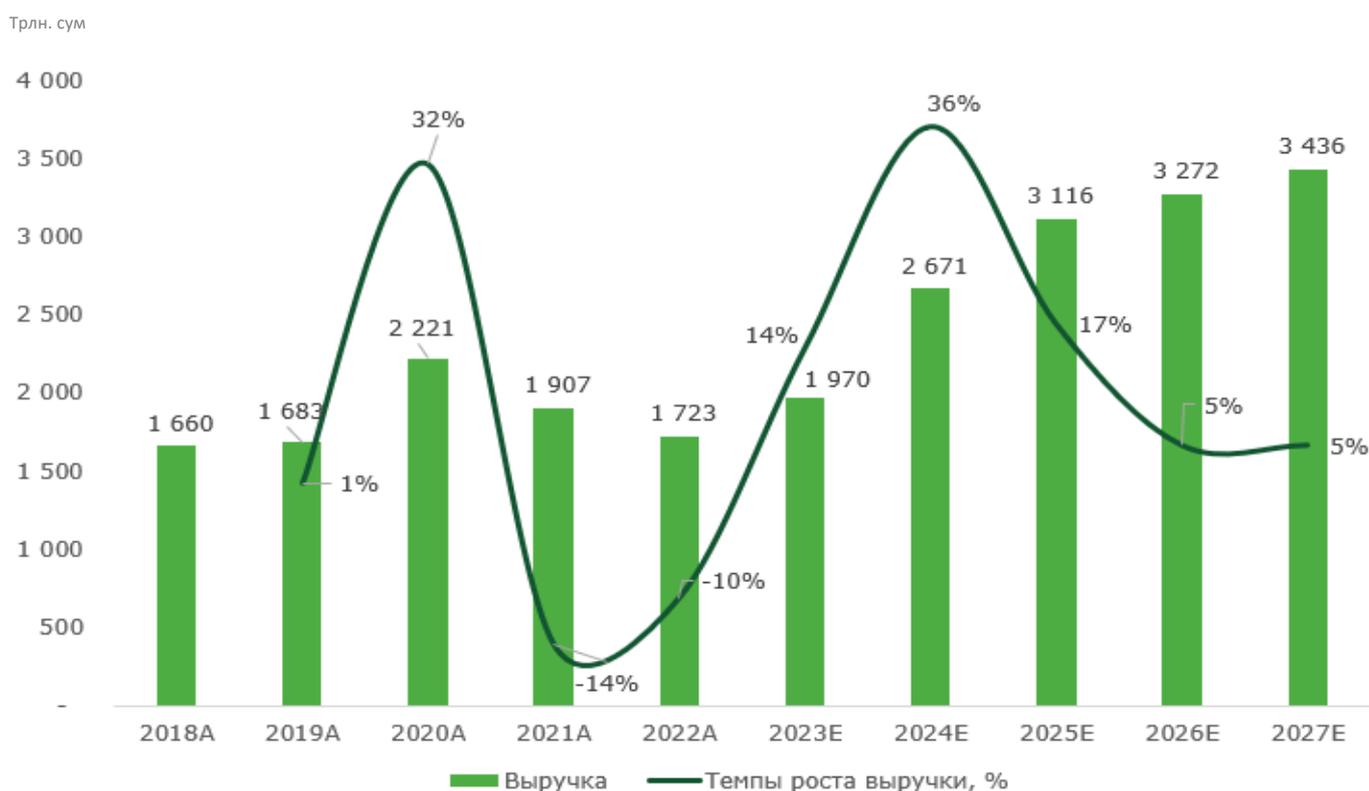
Модель оценки. Оценка справедливой стоимости акций компании проводилась при помощи модели дисконтирования будущих денежных потоков. Было изучено три сценария развития событий для компании: консервативный, основной и оптимистичный.

При прогнозировании выручки предприятия, в модель было заложено повышение предприятием цен на цемент в 2024 году. В консервативном сценарии предполагается увеличение цены на 10%, в основном - на 15%, в оптимистичном - на 20%. В консервативном сценарии (bear case): при предполагаемом увеличении цен на 10%, стоимость одной простой акции Компании составляет **3 599 сум** с потенциалом роста на 28% от нынешних уровней. В основном сценарии (base case): при предполагаемом увеличении цен на цемент на 15% в 2024 году, стоимость акций Компании оценивается в **4 487 сум** с потенциалом роста в 60%. В оптимистичном сценарии (bull case): при повышении Компанией цен на 20%, стоимость акций составляет **5 376 сум** с потенциалом роста в 91%.

Из результатов сценарного анализа следует, что увеличения цен на цемент на 10% не хватит для обеспечения хорошей рентабельности предприятия, оптимальным коридором для повышения предприятием цен является 15-20%. В ином случае, финансовые и операционные показатели Компании сильно ухудшаться в связи с вышеописанными возросшими в два раза расходами на газ и электричество.

Важно отметить, что наша модель чрезвычайно чувствительна к изменениям цен в ближайшем будущем. По мере изменения цен цемента на рынке, мы будем предоставлять апдейты по оценке компании.

Прогноз выручки за период 2023 - 2027 гг.



Финансовые показатели за период 2018 - 2022 гг.

Отчет о прибыли млн сум						Балансовый отчет млн сум					
	2018	2019	2020	2021	2022		2018	2019	2020	2021	2022
Выручка	1 660	1 683	2 221	1 907	1 723	Запасы	367	413	480	558	521
Себестоимость	788	1 024	1 234	1 197	1 084	Дебиторская задолженность	141	83	97	150	164
Валовая прибыль	872	659	987	710	638	Денежные средства	19	61	30	35	67
G&A	41	38	39	41	49	Текущие активы	889	1 044	622	754	792
Расходы по реализации	44	50	51	51	56	Основные средства	609	589	555	558	684
Прочие опер расходы	168	290	255	296	160	Капитальные вложения	15	9	11	622	965
Прочие опер доходы	12	18	22	23	10	Долгосрочная дебиторка	6	6	947	675	303
ЕБИТ	631	299	664	345	383	Итого активов	1 551	1 690	2 181	2 648	2 792
Фин доходы	35	45	95	72	108	Кредиторская задолженность	7	5	8	34	21
Фин расходы	14	2	14	116	132	Полученные авансы	28	18	45	45	20
Доналоговая прибыль	652	342	745	300	359	Кредиты и займы	-	-	40	40	-
Налоги	313	67	155	72	60	Текущие обязательства	75	71	141	152	75
Чистая прибыль	339	274	590	228	299	Долгосрочные займы	64	-	-	232	155
Рост и маржа (%)						Долгосрочные обязательства	64	-	-	232	155
Темпы роста выручки		1%	32%	-14%	-10%	Собственный капитал	703	703	703	703	703
Темпы роста ЕБИТ		-53%	122%	-48%	11%	Нераспределенная прибыль	373	466	809	1 038	1 337
Валовая маржа	53%	39%	44%	37%	37%	Обязательства и капитал	1 551	1 690	2 181	2 648	2 792
ЕБИТ маржа	38%	18%	30%	18%	22%						
Маржа чистой прибыли	20%	16%	27%	12%	17%						

*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.