



АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
СРЕДАЗЭНЕРГОСЕТЬПРОЕКТ



КАРДЕРО
INVESTMENT COMPANY

Аналитический обзор #SAEP

Аналитик: Музаффар Розиков, CFI

Текущая цена	UZS 17,100
Акции (x)	2,375,280
Рыночная капитализация (млрд UZS)	40.62
Целевая цена (1Г)	UZS 25,803
Потенциал роста (%)	51%
Рыночная капитализация (Таргет)	61.29



О КОМПАНИИ



АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
СРЕДАЗЭНЕРГОСЕТЬПРОЕКТ

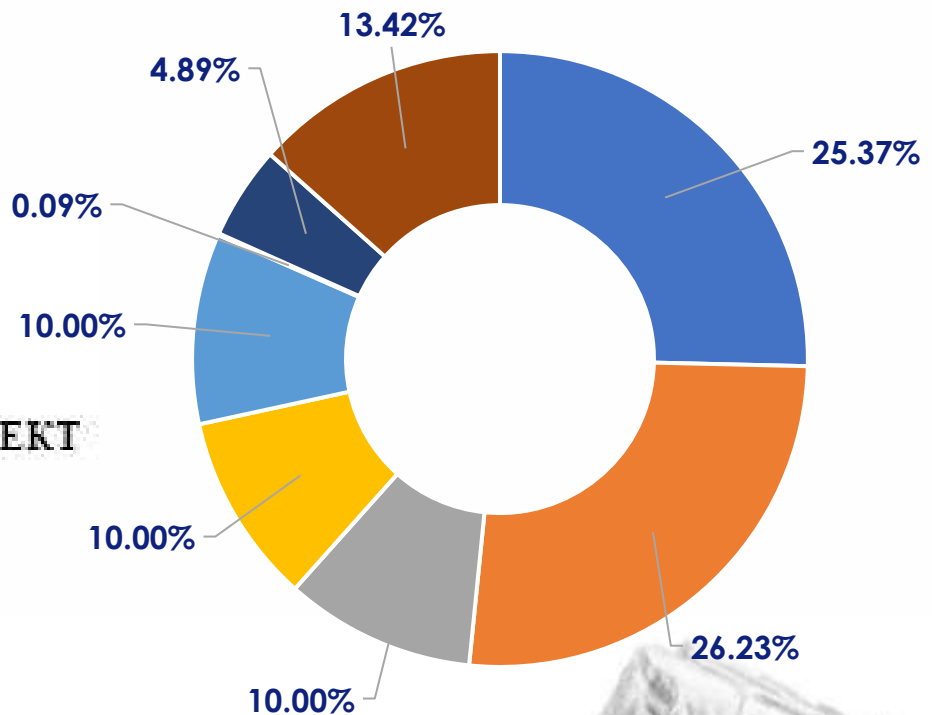


- АО "Средазэнергосетьпроект" (Далее по тексту - Компания) является крупным проектно-исследовательским институтом Узбекистана. Компания была образована в **1962 году** на базе института **Теплоэлектропроект** в Ташкенте. Вплоть до **1992 г.** она являлась Среднеазиатским отделением **Всесоюзного научно-исследовательского** и проектно-исследовательского института **"Энергосетьпроект"** (г. Москва).
- После провозглашения независимости Республики Узбекистан Отделение было преобразовано в **Акционерное общество "Sredazenergoset'proekt" (АО "SAESP")**, учредителями и акционерами которого являются все национальные энергокомпании стран **Центральной Азии: Кыргызстан, Туркменистан, Таджикистан и Казахстан, а также акционерная кампания "Узбекэнерго"**.
- В настоящее время общая численность персонала составляет **около 230 чел.** Более половины из них являются дипломированными специалистами - инженерами и техниками, имеющими необходимую высокую квалификацию и многолетний стаж работы. В АО накоплен уникальный опыт в области проектирования энергосистем и электросетевых объектов в Центральной Азии.



Структура акционеров

Наименование	%	Кол-во акций
АУГА	25.37%	602,609
"CENTRAL ASIA PROJECTS ENGINEERING & CONSULTING LLP" (Великобритания)	26.23%	623,036
ОАО "Национальная Электрическая Сеть Кыргызстана"	10.00%	237,528
Гос. элек. энергет. корп. " Туркменэнерго "	10.00%	237,528
Гос. энергетическая компания Р. Таджикистан " ОАХК «Барки –Точик» "	10.00%	237,528
Узбекская энерго-инновационная компания ООО «СКВ»	0.09%	2,138
АО "GRANT-M" г.Рига	4.89%	116,151
Физические лица	13.42%	318,763



Портфолио компании

- #SAEP занимается проектированием энергосистем и электрических сетей Центральной Азии почти 58 лет. Компания спроектировала все электрические сети **500 кВ и 220/110 кВ** в Узбекистане.
- Компания является единственным обладателем лицензии на проектирование высоковольтных линий электропередач в Узбекистане.
- Сегодня в портфеле компании имеются следующие проекты:
- **260 км линий** электропередачи **500 кВ** в Афганистан, финансируемых Азиатским банком развития, стоимостью **110 миллионов долларов**.
- Сырдаринская ТЭС-ПС Согдиана (II цеп) напряжением **500 кВ**. Электросети, **46%** которых финансируются Исламским банком развития, общей стоимостью **53,7 миллиона долларов**.
- ВЛ-500 кВ Сырдаринская ТЭС-Ново-Ангренская ТЭС **#SQBN** (средства кредитной линии, полученные Эскимбанком) предоставлены банковским кредитом на сумму **33,01 млн долларов США**.
- Также #SAEP проектирует ЛЭП **Бесапан-Навои** стоимостью **107 млн долларов** и ЛЭП 500 кВ Гузар-Сурхан.
- Проектируется **650 км линий** электропередачи **Бухара-Ургенч**.
- В то же время компания взяла на себя обязательство спроектировать ряд линий электропередачи в Таджикистан и Афганистан.
- **На сегодняшний день компания спроектировало строительство более 10 линий электропередачи.**
- Следует отметить, что #SAEP в 2020 году спроектирована подстанция **«GTL 220/35/10 кВ»**, которая будет обеспечивать внешнее электроснабжение завода **«UZBEKISTAN GTL»**.
- Предприятие компания обеспечена государственными заказами до 2025 года по постановлениям президента **(ПП-3465, ПП-4791)**.



Баланс 2015-2020



АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
СРЕДАЗЭНЕРГОСЕТЬПРОЕКТ

млрд сум	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Товарно-материальные запасы	0.09	0.12	0.24	0.53	0.38	0.35
Дебиторы	8.21	10.04	7.58	8.61	13.69	9.84
Денежные средства	0.04	0.33	0.71	11.31	16.39	18.24
Краткосрочные инвестиции	-	-	-	-	-	-
Прочие текущие активы	-	-	-	-	-	-
Текущие активы	8.34	10.49	8.54	20.44	30.46	28.43
Долгосрочные активы	0.46	0.41	0.74	3.11	3.26	2.46
Сумма активов	8.80	10.90	9.28	23.56	33.71	30.89
	52%	24%	-15%	154%	43%	-8%
<i>Темпы роста, %</i>						
Текущие обязательства	3.78	4.32	1.89	12.07	13.13	3.88
Долгосрочные обязательства	-	54.48	-	-	0.02	0.01
Обязательства	3.78	58.80	1.89	12.07	13.15	3.89
<i>Темпы роста, %</i>	109%	1455%	-97%	538%	9%	-70%
Собственный капитал	5.02	6.63	7.45	11.54	20.67	28.39
<i>Темпы роста, %</i>	26%	32%	12%	55%	79%	37%



Финансовые результаты 2015-2020



АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
СРЕДАЗЭНЕРГОСЕТЬПРОЕКТ

млрд UZS	2015	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Выручка	11.61	16.12	15.14	33.16	35.37	38.09
Себестоимость	8.10	10.72	10.15	21.37	22.12	20.12
Валовая прибыль	3.51	5.40	4.99	11.79	13.25	17.98
Темпы роста,%		54%	-8%	136%	12%	36%
Валовая маржа,%	30%	34%	33%	36%	37%	47%
Расходы по реализации	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Административные расходы	1.15	1.76	1.75	3.50	4.24	3.85
Прочие операционные расходы	1.09	1.53	1.98	4.26	2.36	6.78
Прочие доходы	0.29	0.21	0.14	1.15	3.90	0.35
Операционный доход	1.54	2.32	1.40	5.17	10.55	7.69
Темпы роста,%		50%	-40%	269%	104%	-27%
Маржа операционной прибыли,%	13%	14%	9%	16%	30%	20%
Расходы от финансовой деятельности	0.02	0.06	0.01	0.32	0.11	0.29
Доход от финансовой деятельности	0.04	0.00	0.00	0.34	0.65	2.48
До налоговая прибыль	1.56	2.27	1.40	5.19	11.08	9.88
Налог	0.25	0.36	0.24	0.85	1.40	1.89
Чистая прибыль	1.32	1.90	1.16	4.34	9.68	7.99
Темпы роста,%		45%	-39%	274%	123%	-18%
Маржа чистой прибыли,%	11%	12%	8%	13%	27%	21%
UZS						
EPS	554.08	801.70	488.43	1828.30	4076.16	3362.75



Показатели рентабельности и мультипликаторы



АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
СРЕДАЭНЕРГОСЕТЬПРОЕКТ



Маржинальность

	%	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gross Margin		30.2%	33.5%	33.0%	35.5%	37.5%	47.2%
Operating Profit Margin		13.3%	14.4%	9.3%	15.6%	29.8%	20.2%
NOPLAT Margin		11.2%	12.1%	7.7%	13.1%	26.0%	16.3%
Net Profit Margin		11.3%	11.8%	7.7%	13.1%	27.4%	21.0%

Мультипликаторы

	x	2015	2016	2017	2018	2019	2020
P/E		30.86	21.33	35.01	9.35	4.20	5.09
P/B		8.10	6.13	5.45	3.52	1.96	1.43
P/S		3.50	2.52	2.68	1.22	1.15	1.07
EV/S		3.82	2.77	2.76	1.25	1.06	0.69
EV/EBIT		28.71	19.23	29.79	8.00	3.54	3.42
EV/FCFF		-	-	-	-	-	-
P/FCFF		-	-	-	-	-	-

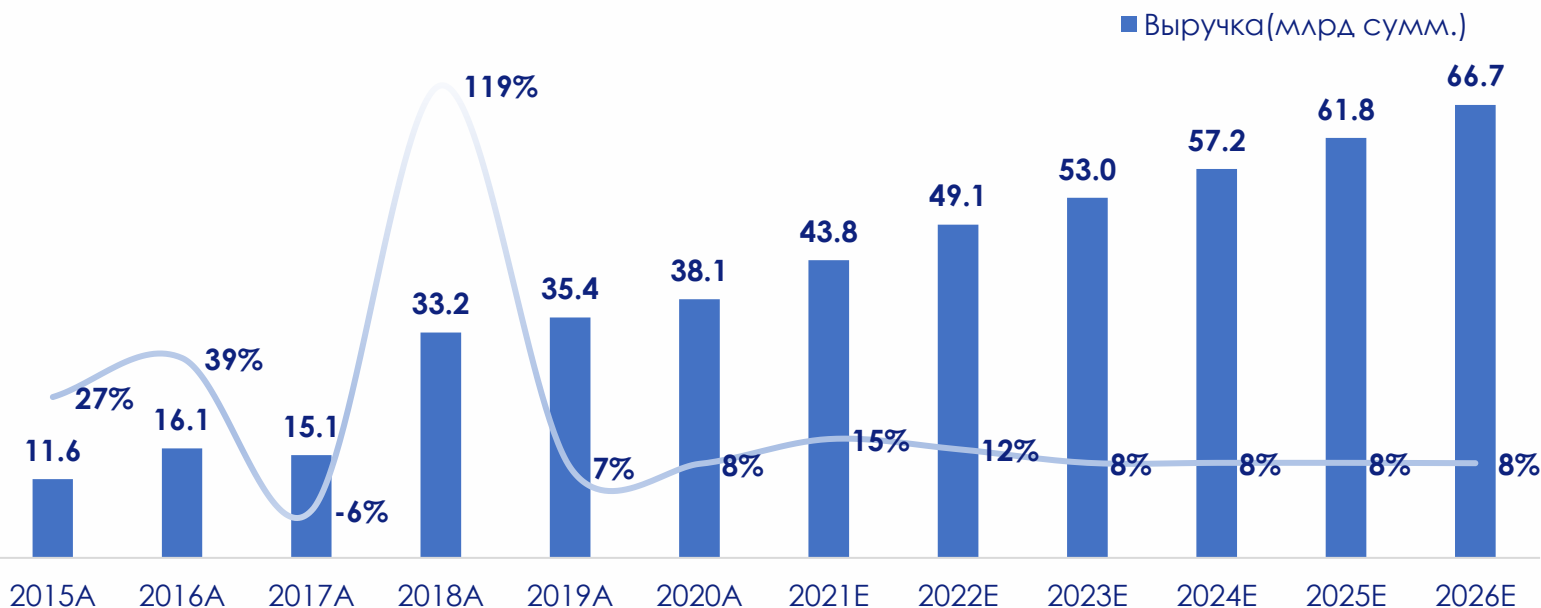
Коэффициенты ликвидности

	x	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Equity-to-Assets		0.57	0.61	0.80	0.49	0.61	0.88
Current Ratio		2.21	2.44	4.54	1.70	2.33	7.42
Quick Ratio		2.18	2.40	4.38	1.65	2.29	7.23
Cash Ratio		0.01	0.08	0.38	0.94	1.25	4.70
Debt Ratio		0.43	0.39	0.20	0.51	0.39	0.12
Cap ratio		0.00	0.89	0.00	0.00	0.00	0.00
D/E		0.75	0.65	0.25	1.05	0.64	0.14
Net Debt/EBIT		2.42	1.72	0.84	0.15	-0.31	-1.87



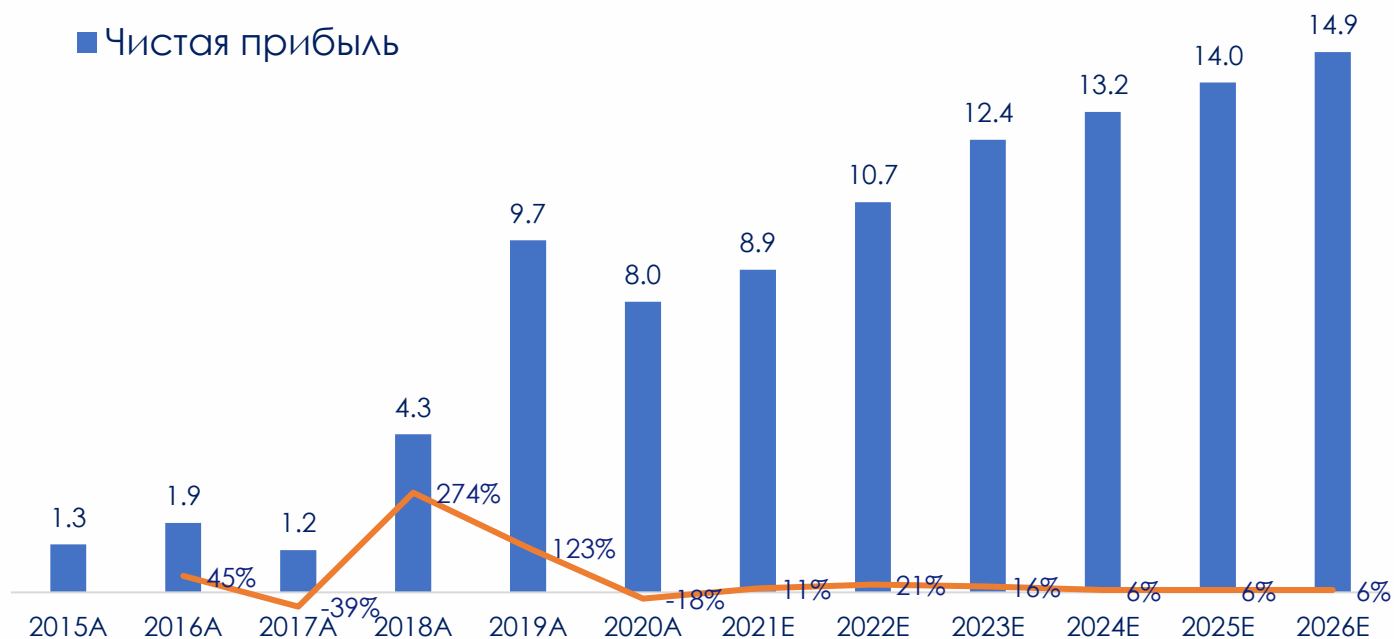


- Выручка компании с 2015 года в среднем увеличивалась **на 33% ежегодно** и в 2020 году достигла отметки **38 млрд сумов**, что на **8%** больше, чем в соответствующем периоде 2019 года.
- Динамику выручки компании можно условно связывать с ростом строительства линий электропередач в Центральной Азии. Согласно данным World Energy council потребность на электроэнергию к **2025 году** может вырасти в Кыргызстане **на 29%** в Таджикистане на **12%** и в Узбекистане **10%**.
- Согласно анализу по DCF модели (Дисконтирование денежных потоков) рост выручки компании в **2021-2022** годах может составить **15%-12%** и в последующем **8 процентный** стабильный рост до 2026.

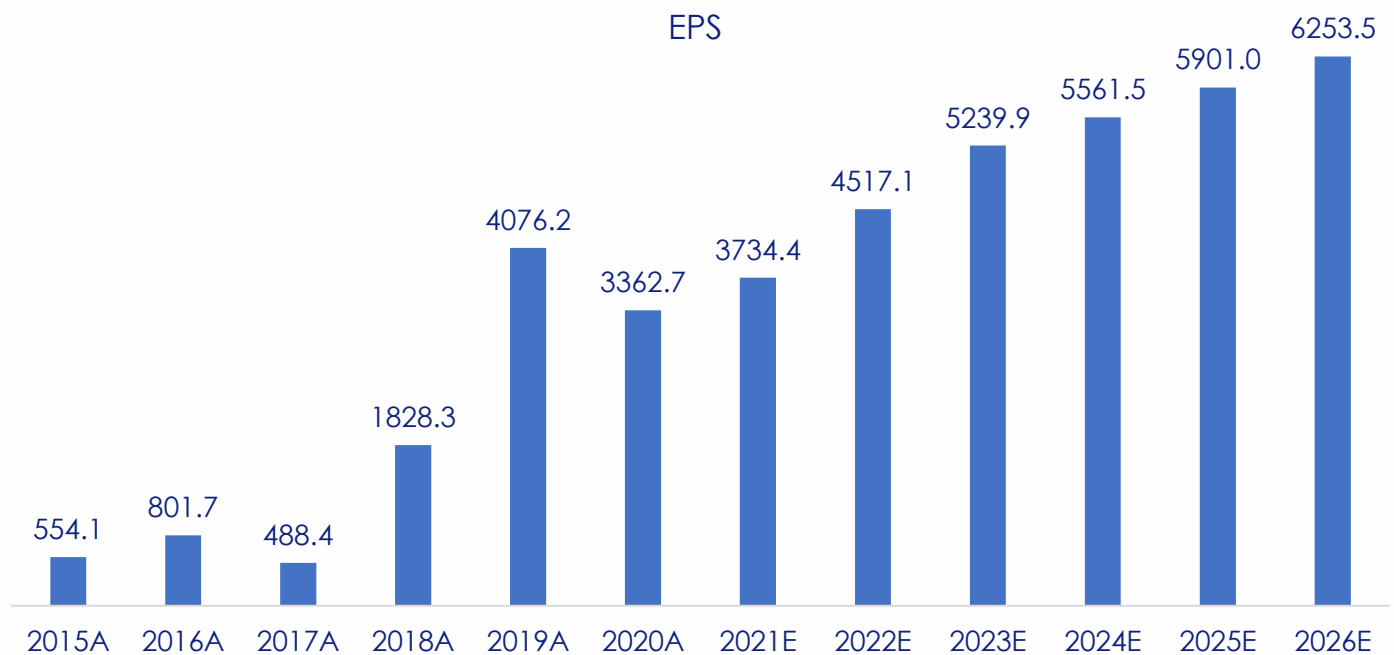




■ Чистая прибыль



EPS

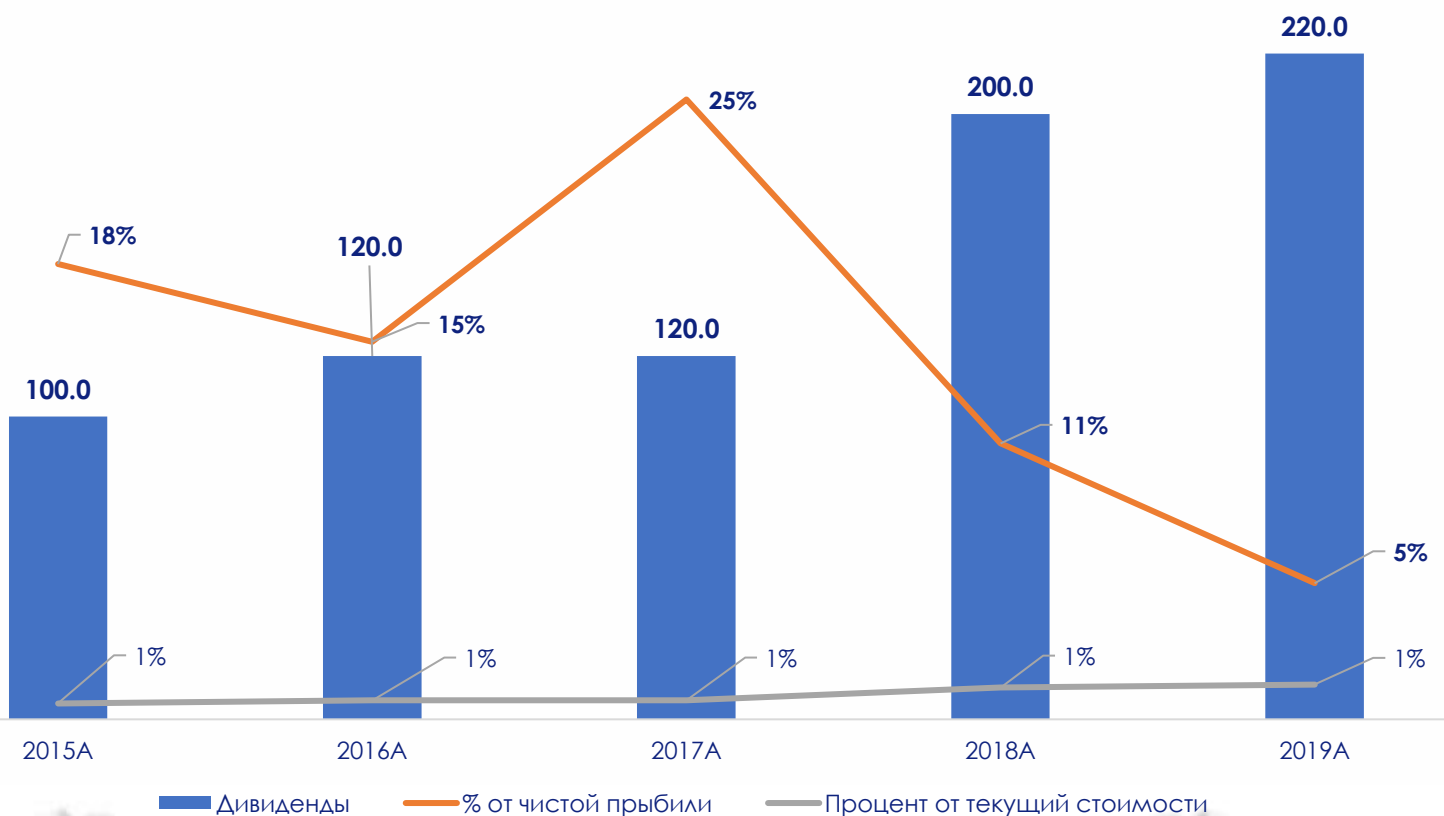


Дивиденды



АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
СРЕДАЗЭНЕРГОСЕТЬПРОЕКТ

- Компания с 2015 года стабильно выплачивает дивиденды. С 2015 года компания в среднем направляет на выплату дивидендов **15% чистой прибыли**.
- При этом на сегодняшний день нераспределенная прибыль компании составляет **25 млрд сумов**. В случае капитализации, инвесторы могут получить **10 акций** на одну **1** имеющийся.
- В случае направления нераспределенной прибыли на выплату дивидендов, дивиденд составит **10 545,40 сум** на акцию или **63,5% от текущей рыночной цены**.



Рекомендация



КАРДЕРО
INVESTMENT COMPANY

BUY

Мы рекомендуем **покупать** акции **#SAEP**, как для долгосрочного инвестирования в рост, так и для получения дивидендного дохода



АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
СРЕДАЭНЕРГОСЕТЬПРОЕКТ

Ожидаемая цена за акцию :
UZS 25 803 (1 год)

Последняя цена за акцию : **17 100 UZS**
Потенциал роста : **51%**





KAPDEPO

INVESTMENT COMPANY

- Информация и материалы представленные в данном материале не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Инвестиционные инструменты упомянутые в данном материале, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему риск профилю, финансовому положению, опыту инвестирования, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия инвестиционного инструмента инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «KAPITAL-DEPOZIT» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в результате совершения операций, либо инвестирования в инвестиционные инструменты, упомянутые в данном отчете.
- Информация не может рассматриваться как публичная оферта, предложение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, совершить с ними сделки. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний доходности вложений в будущем, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг. Перед принятием инвестиционного решения Инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, свою готовность и возможность принять риски.