

Обзор акций **#QZSM**

Аналитик: Музаффар Розиков, CFI

Текущая цена	UZS 7,340
Акции (х)	447,516,900
Рыночная капитализация (млрд UZS)	3284.77
Целевая цена (1Г)	UZS 7,814
Потенциал роста (%)	6%
Рыночная капитализация (ЦЦ)	3496.96





QIZILQUM
sement

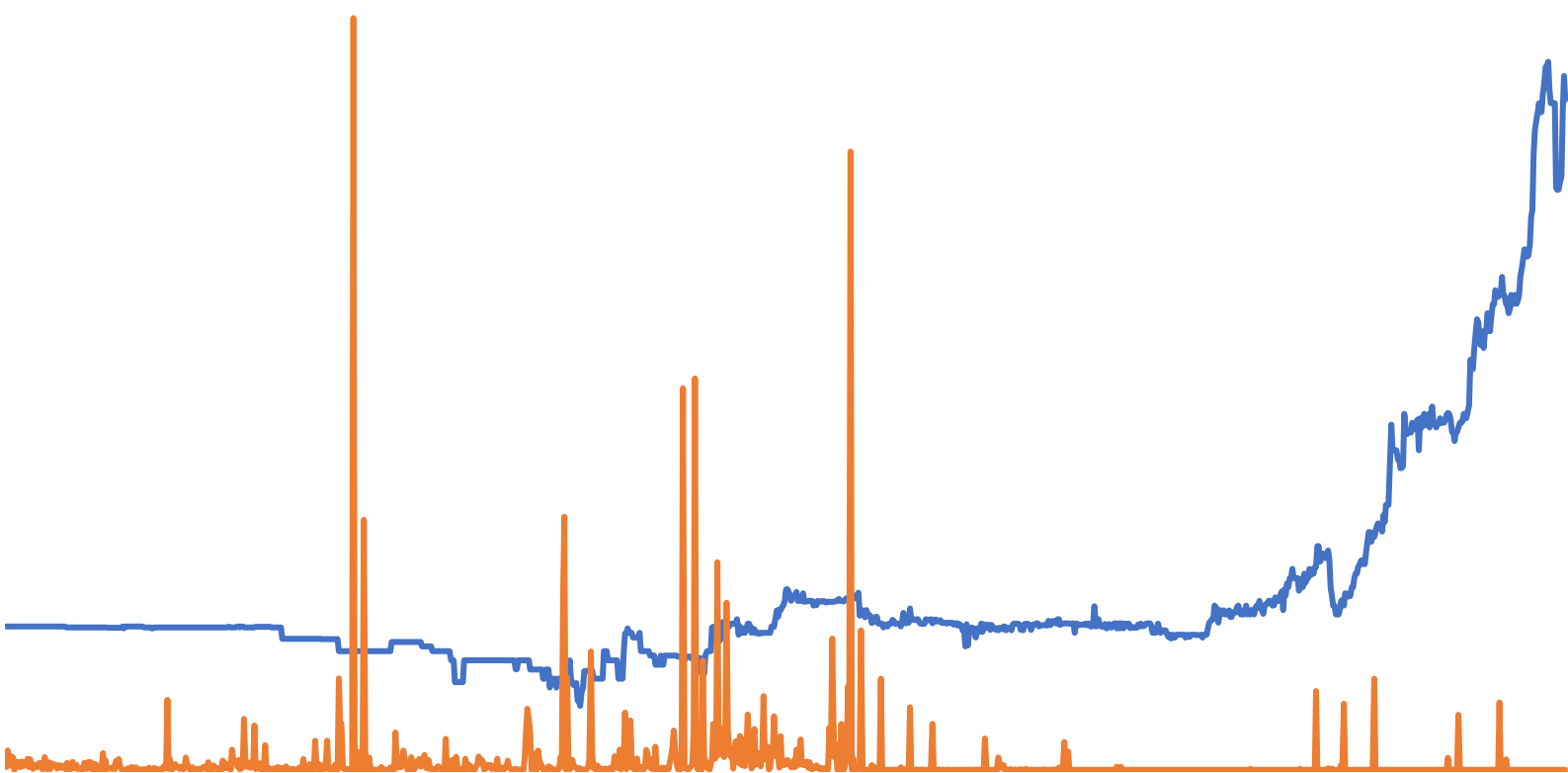
Ценные бумаги

История цен на акции

52-недельное изменение	320.63%
Максимум за 52 недели	UZS 7,755.0
Минимум за 52 недели	UZS 1,675.0
50-дневная скользящая средняя	UZS 6,259.8
200-дневная скользящая средняя	UZS 4,004.8
52-недельное скользящее среднее	UZS 3,533.2

Биржевая статистика

	В ТЫС.
Объем (1М)	330.7
Объем (3М)	647.1
Объем (1Y)	2555.2
Средний объем (1М)	14.4
Средний объем (3М)	10.3
Средний объем (1 год)	10.0
Акции выдающиеся	447500
Свободное плавание	2555.2
Free float (% в свободном обращении)	5.71%

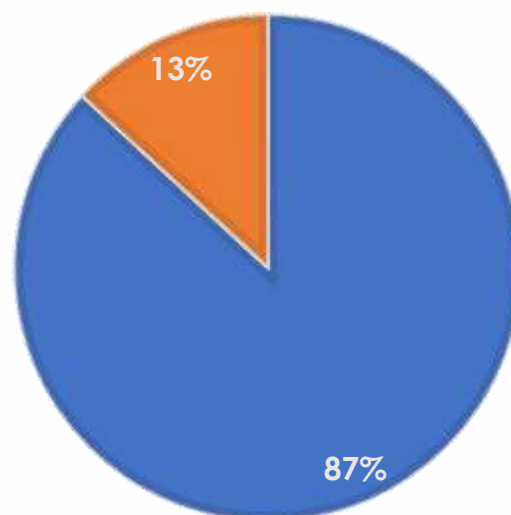


Цена ЦБ

График показывает изменение цен с 2016 года по сегодняшний день

Структура акционеров

■ Доля UzAssets,х ■ Доля прочих акционеров,х



UZASSETS
INVESTMENT COMPANY

Всего акций (шт)	447,516,900
Количество акционеров	2,450
UzAssets, %	86.9%
другие акционеры, %	13.1%
Доля UzAssets, х	388,892,186
Доля прочих акционеров, х	58,624,714



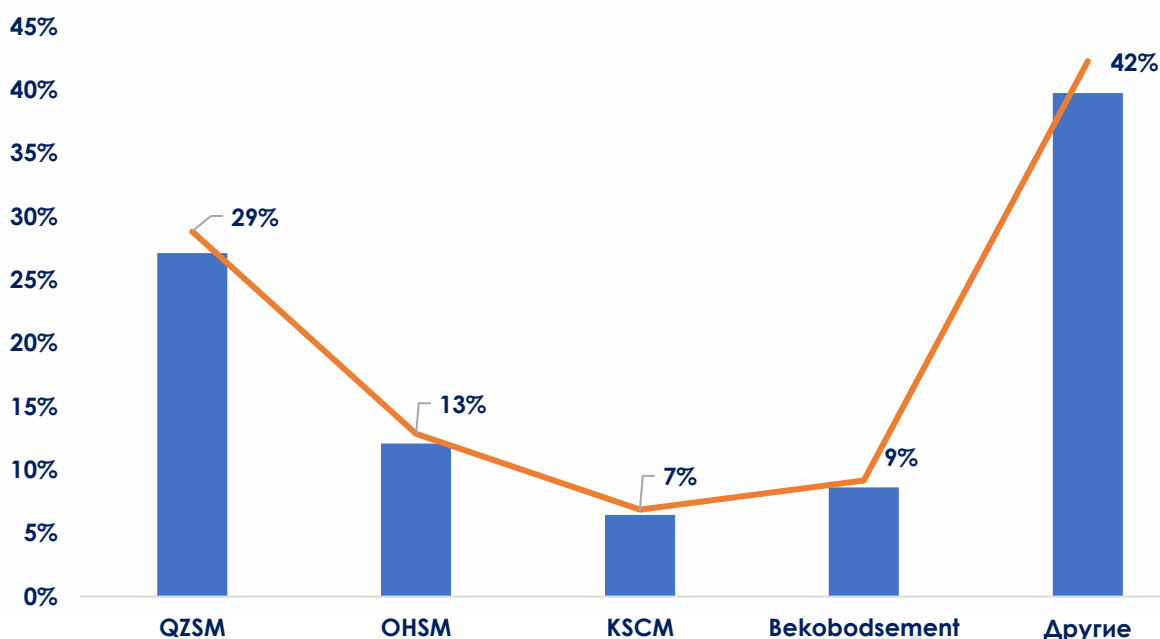
Лидер по объёму производства цемента в Узбекистане



- За последние годы в Узбекистане началось масштабное капитальное и гражданское строительство. Строительные работы продолжаются не только в крупных городах, но и в отдаленных селах. Увеличение потребления цемента, привело соответственно к увеличению цен на цемент.
- В 2020 году в Узбекистане произведено **12 млн 537 тыс тонн** цемента (на **16%** больше, чем в соответствующем периоде 2019 года). По прогнозу Ассоциации «Узстройматериалы» объем производства цемента в 2021 году может составить **16,4 млн. тонн**, что на **30%** больше, чем в 2020 году.
- Лидером по производству цемента бесспорно является АО «Кизилкумцемент», в 2020 году завод произвел **3 млн 615 тыс тонн (29%** всего произведенного цемента). По сравнению АО «Ахангаронцемент» **1 млн 612 тыс тонн (13%)**. АО «Бекабадцемент», **1 млн 149 тыс. тонн (9%)** и АО «Кувасойцемент» **860 тыс. тонн (7%)**



BEKABAD CEMENT



- В 2020 году **#QZSM** экспортировал **161,92 тыс. тонн цемента** и **51,7 тыс. тонн извести, 387,41 тыс. тонн строительных смесей** на общую сумму **23,95 млн долларов США.**

- **Список экспортируемой продукции:**

- 1) Портландцемент 500Д0 (ПЦ500Д0)
- 2) Портландцемент 500Д0Н (ПЦ500Д0Н)
- 3) Портландцемент 400Д0 (ПЦ400 Д0)
- 4) Портландцемент 400Д0Н (ПЦ400 Д0Н)
- 5) Портландцемент 400Д5 (ПЦ400 Д5)
- 6) Портландцемент 400Д20 (ПЦ400 Д20)
- 7) Портландцемент 400КД20 (ПЦ400 КД20)
- 8) Сульфатостойкий портландцемент 400Д0 (ССПЦ400Д0)
- 9) Тампонажный портландцемент ПЦТ И 100 (ПЦТ И 100)
- 10) Щебень известковая порода - фракция 5х100
- 11) Щебень известковая порода - фракция 5х20
- 12) Щебень известковая порода - фракция 20х40
- 13) Щебень известковая порода - фракция 40,80 (70)

- Компания экспортирует свою продукцию в **Туркменистан, Казахстан, Азербайджан, Кыргызстан, Россию и Афганистан.**



- Согласно бизнес-плану за 2020 год, **Компания** планировала произвести 3 млн. 485 тысяч тонн цемента, фактически произведено - 3 млн. 615,5 тыс тонн, или на **3,7% больше**. При этом вместо запланированных **140 млрд. сумов** чистой прибыли получено **590 млрд. сум**, что на **321,4%** больше.
- Согласно бизнес-плану, в 2020 году планировалось произвести продукции на **1 трлн 328,8 млрд сумов**, фактически произведено **1 трлн 505 млрд сумов (+13,3%)**.
- Всего в 2020 году произведено **54 728,1 тон** строительного раствора, **982,6 тонн импортозамещающего шамотного кирпича**, **150 000 тонн** высококачественного (**ПЦ500-ДО, ПЦ500- ДО20, ССПЦ500-ДО**) цемента.



Бизнес план 2021



- Согласно бизнес-плану в **2021 году планируется произвести 3 млн 490 тыс. тонн цемента (на 3,5% меньше, чем в 2020 г.), 1 млн 800 тыс. шт шифера, 40 тыс.тонн строительного раствора (-26,9%), железобетонных изделий** запланировано произвести 80 000 тыс. кв. м продукции. План производства продукции в суммах - **1 трлн 701,6 млрд сумов.** План чистой прибыли - **205,6 млрд сумов.**
- Символично, Но **#QZSM** всегда ставит перед собой небольшие планы. Это может несколько возмутить инвесторов, но это скорее связано с стремлением наблюдательного совета перевыполнить план. Производственные мощности завода, потребление и спрос на цемент позволяют заводу получить чистую прибыль **в размере более 400 млрд сумов на 2021 год.**
- **По оценкам наших аналитиков, в 2021 году компания может получить чистую прибыль в размере (+-)600 млрд сумов.**



Баланс 2015-1Q21



млрд сум	2015	2016	2017	2018	2019	2020	*1Q21
Товарно-материальные запасы	280.22	351.07	379.41	367.38	413.06	479.62	504.66
Дебиторы	177.41	120.30	73.91	141.08	83.18	96.80	53.19
Денежные средства	22.24	53.69	109.83	19.33	60.88	29.86	58.32
Краткосрочные инвестиции	128.50	124.24	128.54	360.52	484.75	14.33	14.72
Прочие текущие активы	-	0.01	0.00	0.01	0.07	0.23	0.23
Текущие активы	608.38	649.32	691.70	888.31	1,041.94	620.85	631.12
Долгосрочные активы	459.68	455.59	517.94	661.92	646.43	1,558.44	1,585.79
Сумма активов	1,068.05	1,104.91	1,209.63	1,550.24	1,688.37	2,179.29	2,216.90
Темпы роста,%	6%	3%	9%	28%	9%	29%	23%
Текущие обязательства	186.31	118.08	90.73	74.51	70.95	140.80	73.48
Долгосрочные обязательства	12.05	54.48	158.38	63.90	-	-	-
Обязательства	198.37	172.56	249.11	138.41	70.95	140.80	73.48
Темпы роста,%	122%	-13%	44%	-44%	-49%	98%	0.4%
Собственный капитал	869.76	932.39	960.74	1,412.94	1,619.06	2,040.11	2,145.05
Темпы роста,%	-5%	7%	3%	47%	15%	26%	24%

*Темпы роста,% 1Q20 vs 1Q21

Финансовые результаты 2015-1Q21



QIZILQUM
sement

млрд UZS	2015	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	1Q21*
Выручка	758.43	1013.10	1121.23	1660.02	1682.70	2220.96	543.81
Себестоимость	455.50	566.86	642.08	787.73	1023.59	1233.67	293.15
Валовая прибыль	302.92	446.24	479.16	872.29	659.11	987.29	250.65
Темпы роста,%		47%	7%	82%	-24%	50%	31%
Валовая маржа,%	40%	44%	43%	53%	39%	44%	46%
Расходы по реализации	29.03	31.54	33.80	43.62	50.39	51.19	12.35
Административные расходы	27.55	113.27	33.11	41.36	37.98	39.43	9.89
Прочие операционные расходы	132.23	28.19	116.09	167.83	289.92	254.72	64.09
Прочие доходы	7.90	7.94	7.46	11.71	18.31	22.39	4.26
Операционный доход	122.01	281.18	303.62	631.19	299.13	664.34	168.59
Темпы роста,%		130%	8%	108%	-53%	122%	149%
Маржа операционной прибыли,%	16%	28%	27%	38%	18%	30%	31%
Расходы от финансовой деятельности	10.33	15.14	124.96	14.08	2.21	13.79	43.15
Доход от финансовой деятельности	14.33	13.19	117.37	35.07	44.60	94.59	7.46
До налоговая прибыль	126.01	279.23	296.03	652.17	341.52	745.13	132.90
Налог	115.61	214.10	246.24	313.40	67.03	155.14	27.70
Чистая прибыль	10.40	65.13	49.79	338.77	274.49	590.00	105.21
Темпы роста,%		526%	-24%	580%	-19%	115%	61%
Маржа чистой прибыли,%	1%	6%	4%	20%	16%	27%	19%
UZS							
EPS	22.44	145.53	111.27	757.00	613.37	1318.38	235.09

*Темпы роста,% 1Q20 vs 1Q21



КАРДЕРО
INVESTMENT COMPANY



QIZILQUM
sement

- Выручка компании росла в среднем **на 25% за последние 5 лет** и достигла **2 трлн 220 млрд сум** в 2020 году, что на **32%** выше, чем за соответствующий период **2019 года**.
- Выручка за 1 квартал 2021 года составляет **543,81 млрд сум**, что на **82%** больше чем в соответствующем периоде 2020 года.
- **Себестоимость 44,5% (2020Г). Средняя маржа валовой прибыли составляет 47.2% (за последние 5 лет).**
- Помимо основной деятельности, компания также получает доход от **финансовой деятельности**, которая росла в среднем на **171% за последние 5 лет** до **94,89 млрд сум** к 2020 году (**+112% по сравнению с 2019 годом**).
- Чистая прибыль компании росла в среднем **на 240%** за последние **5 лет**. Чистая прибыль за 2020 год **590 млрд сумм**, что на **115%** больше, чем за тот же период 2019 года.
- При этом маржинальность чистой прибыли в среднем за пять лет составляла **12.6%**, а в 2020 году + **26,6%**.



Рентабельность и мультипликаторы



Маржинальность

	%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21
Gross Margin		60.1%	44.0%	42.7%	52.5%	39.2%	44.5%	46.1%
Operating Profit Margin		16.0%	27.8%	27.1%	38.0%	17.8%	29.9%	31.0%
NOPLAT Margin		1.3%	6.5%	4.6%	19.8%	14.3%	23.7%	24.5%
Net Profit Margin		1.3%	6.4%	4.4%	20.4%	16.3%	26.6%	9.0%

Мультипликаторы

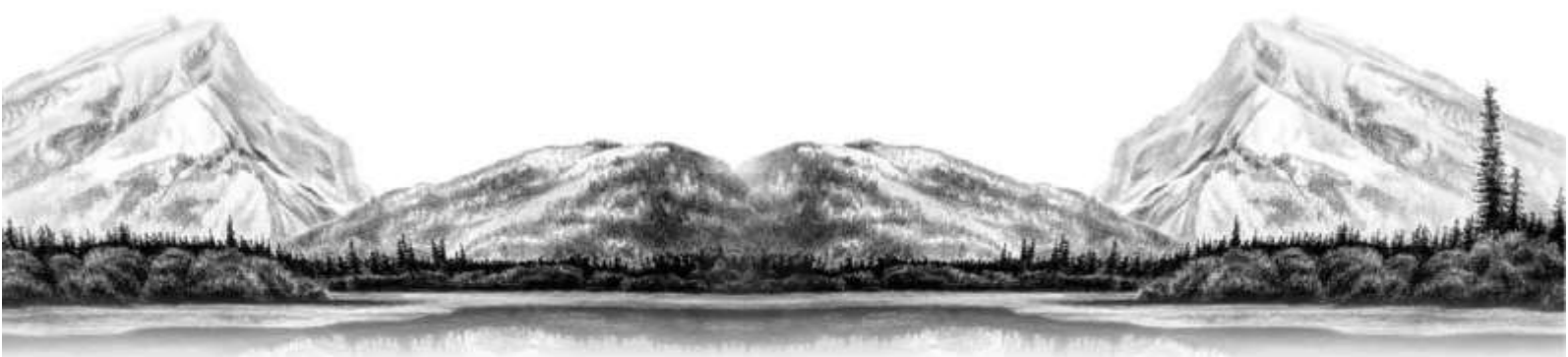
	x	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21
P/E		327.02	50.44	65.97	9.70	11.97	5.57	31.22
P/B		3.78	3.52	3.42	2.32	2.03	1.61	1.53
P/S		4.33	3.24	2.93	1.98	1.95	1.48	6.04
EV/S		4.56	3.36	3.05	2.05	1.96	1.53	6.07
EV/EBIT		28.45	12.10	11.28	5.39	11.01	5.11	19.57
EV/FCFF		-	50.98	41.30	7.09	10.91	6.46	-
P/FCFF		-	49.20	39.62	6.85	10.88	6.25	-

Ликвидность и структура

	x	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	1Q21
Equity-to-Assets		0.81	0.84	0.79	0.90	0.96	0.94	0.97
Current Ratio		3.27	5.50	7.63	11.94	14.71	4.42	8.61
Quick Ratio		1.07	1.47	2.03	2.15	2.03	0.90	1.52
Cash Ratio		0.81	1.51	2.63	5.10	7.69	0.31	0.99
Debt Ratio		0.19	0.16	0.21	0.09	0.04	0.06	0.97
Cap ratio		0.01	0.06	0.14	0.04	0.00	0.00	0.00
D/E		0.23	0.19	0.26	0.10	0.04	0.07	0.03
Net Debt/EBIT		1.45	0.42	0.46	0.19	0.03	0.17	0.09



- Основной — это рыночный риск, **связанный с нестабильностью цен на цемент**. Объем спроса зависит **от сезона**, в летне-осенний сезон цемент дороже в **2-3 раза чем** в зимне-весенний.
- Также важной особенностью производства цемента является ограничения в **сроках хранения**. В таких условиях высокой маржинальности будут добиваться, компании, имеющие низкую себестоимость, низкие затраты на производства, хранения и транспортировку.
- Также нельзя исключать риски неожиданных государственных решений в сфере налогообложения: Ранее, предприятия производители цемента **платили налог на сверхприбыль, который мог съесть до 80% прибыли**. Финансовые отчеты компании за 2015-17 годы показывают маржинальность чистой прибыли на уровне 3-4% из-за высокого налогообложения.
- Конкуренция является еще одним важным риском для **#QZSM**. Например, только в 2020 году построено **3 новых** цементных завода мощностью **1,8 миллиона тонн**. Если все заводы будут работать на **100%**, производство может вырасти до **20 млн тонн цемента в год**.
- По данным ассоциации «Узстройматериалы», в 2021 году ожидается строительство еще **11 заводов**, и довести объем производства цемента до **25,3 млн тонн**.
- При этом, согласно Указу Президента Республики Узбекистан № ПФ-6186 от 11 марта 2011 года, до **1 октября 2021** года при ввозе цементной продукции будет применяться **нулевая таможенная пошлина** (ТИФ ТН 2523) в Узбекистан.
- По оценкам отраслевых экспертов, потребность в цементе в Узбекистане **составляет около 20 миллионов тонн**. В случае если предложение будет расти по отношению к спросу, это приведет падению цен на цемент и соответственно выручки компании.



Варианты увеличения маржинальности



- Если цена на цемент упадет **ниже 50 долларов**, эффективно смогут конкурировать компании у кого меньше себестоимость и лучше качество.
- Компания **#QZSM** производит цемент сухим способом, что является одним из преимуществ компании в плане низкой себестоимости.
- Также компания планирует снижать себестоимость, сокращением штата рабочих. Во время пандемии завод отправил на отпуск 50% своих сотрудников, но это не помешало **увеличить выручку на 32%** и **чистую прибыль на 115%**.



Дивиденды



- Общее собрание акционеров от 22 мая 2021 года приняло решение о направлении **75% чистой прибыли за 2020 года на выплату дивидендов.**
- Аналитик Кар Деро считает такое решение не совсем правильным на фоне активной фазы инвестиционной программы компании. Возможно на первое время это может привести и остановке строительства 4-ой линии.
- Компании могут потребоваться **долговые средства**, что в свою очередь повлияет на прибыльность компании в последующие несколько лет.



- По данным компании **Общая сумма инвестиций составляет 120 млн.долларов.**
- В балансе 2020 г. имеется долгосрочная дебиторская задолженность в размере **986 млрд сум.** На вопрос инвесторов в ГОСА об источнике происхождения этой задолженности, получен ответ - *авансовый платеж российской компании ГК «НАТЭК», с которой был заключен контракт на поставку оборудования.*
- Это показывает, что на сегодняшний день почти \$100 млн инвест программы уже освоены. Ранее сообщалось, что Компания также намерена получить кредит в размере \$20 млн от Хамкорбанка для финансирования инвест проекта.
- По данным компании новая линия может увеличить производство клинкера на **1 млн 800 тыс. тон в год.** **Производственная мощность компании может вырасти до 5,3 млн. тон в год.** Новая линия позволяет снизить затраты до **20%.** Что позволит компании эффективно конкурировать на цементном рынке по себестоимости и качеству.



COMPS



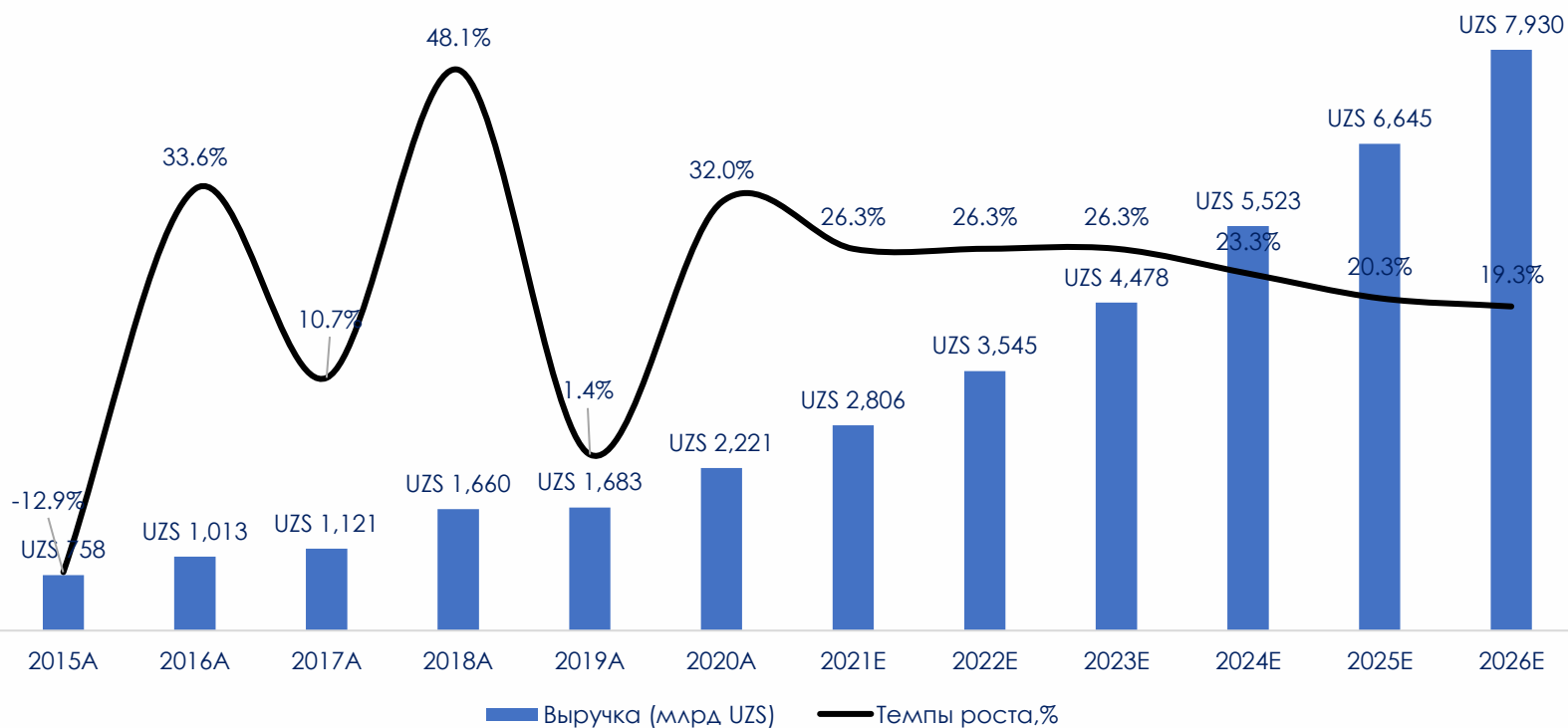
Компания	Цена	Кол-во	Рыночная Капитализация	Чистый Долг	EV	Выручка*	EBIT*	Прибыль*
Qizilqumsement	6,500	447,516,900.00	2,908.86	110.94	3,019.80	2,220.96	664.34	590.00
Ohangaronsement	948,999	4,914,583.00	4,663.93	222.43	4,886.37	933.34	292.62	212.00
Bekobodsement	100	6,718,200.00	0.67	92.31	92.98	539.14	146.89	109.24
Quvasoycement	950,000	504,413.00	479.19	(52.10)	427.10	529.90	171.97	139.19

	EBIT margin	EV/Sales x	EV/EBIT x	P/E x	P/S x	ROA %	ROE %
Qizilqumsement	30%	1.5x	5.1x	5.6x	1.5x	30%	32%
Ohangaronsement	31%	5.2x	16.7x	22.0x	5.0x	11%	13%
Bekobodsement	27%	0.2x	0.6x	0.01x	0.0x	21%	26%
Quvasoycement	32%	0.8x	2.5x	3.4x	0.9x	29%	30%
Average	30%	1.94x	6.23x	7.75x	1.85x	23%	25%
Median	31%	1.17x	3.80x	4.51x	1.19x	25%	28%

- Как видно из лиц, «Кизылкумцемент» занимает очень высокие позиции в своем бизнес-сегменте.



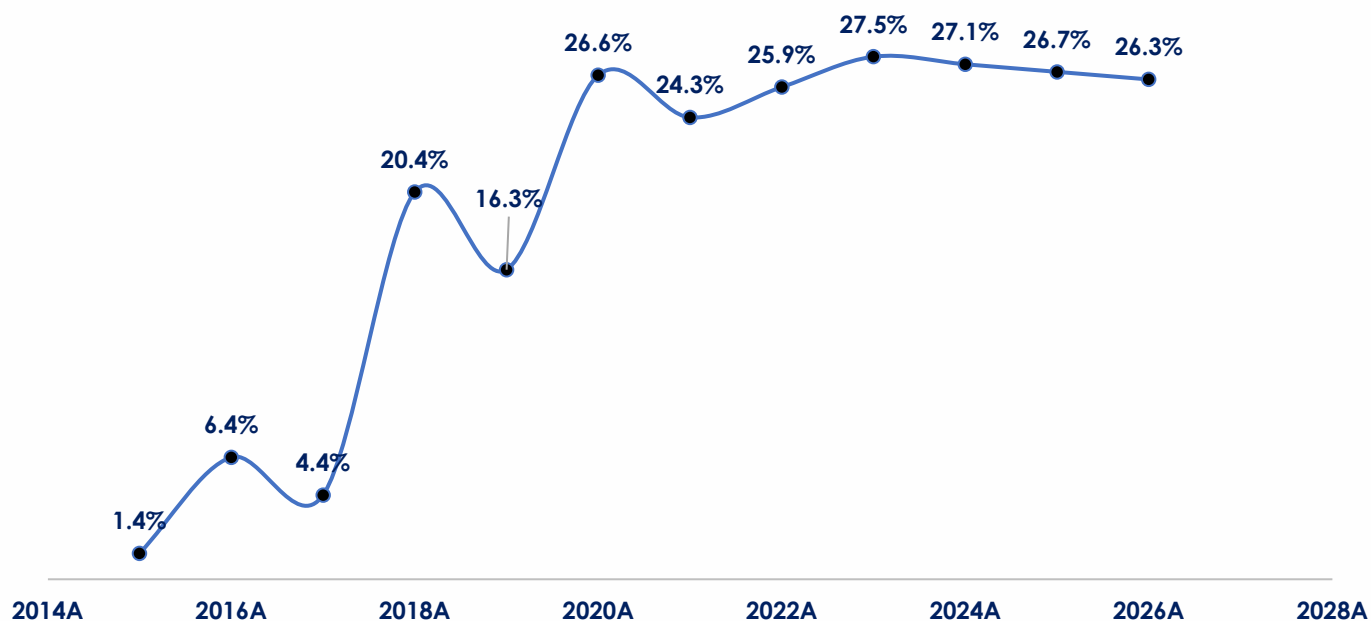
Модель прогнозируемого дохода



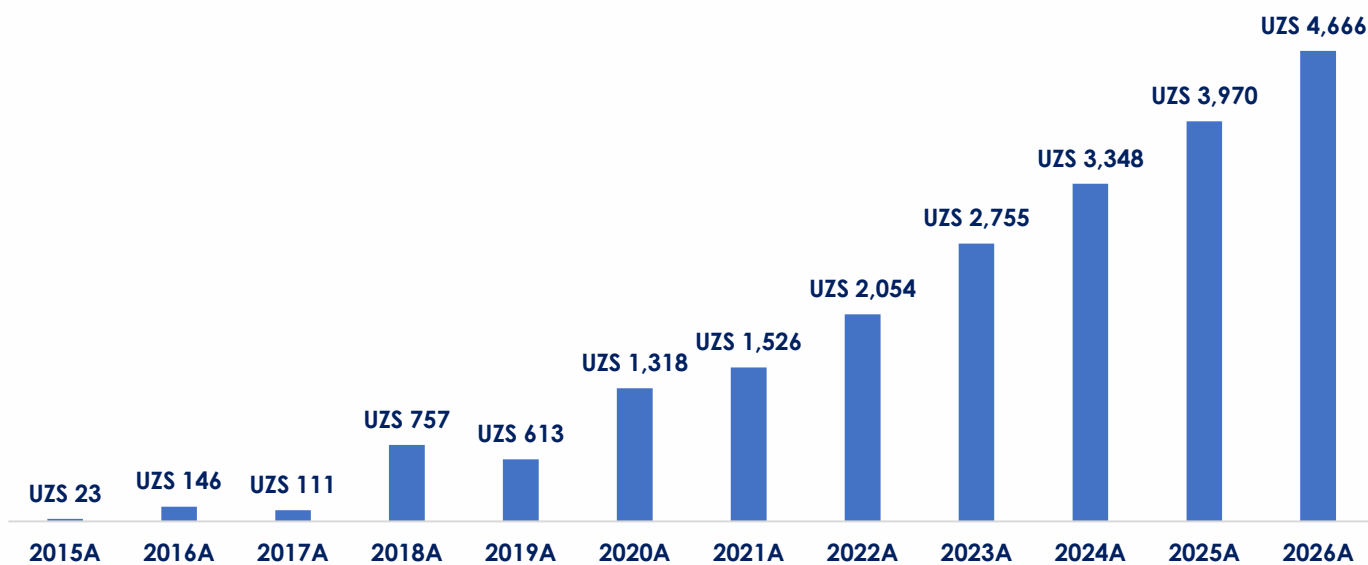
- Согласно модели прогнозирования доходов, к 2026 году **#QZSM** может нарастить выручку до **7.9 трлн сумм**.
- В качестве основы для анализа были взяты бизнес-план компании, объем производства, спрос и прогнозные цены на цемент.
- При прогнозировании выручки мы придерживались **консервативного сценария** развития компании. Таким образом, выручка завода может увеличиться до **2.8 трлн сумм к 2021 году, 3.5 трлн сумм в 2022 году** и **20-23%** процентный годовой рост по этому направлению, а к 2026 году выручка компании может достигнуть **7,9 трлн сумм**.



Маржа чистой прибыли. EPS



EPS



Рекомендация



BUY

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

Ожидаемая цена за акцию :
UZS 7 814 (1 год)

Последняя цена за акцию : 7 340 UZS
Потенциал роста : 6%





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.