

Узбекский производитель Chevrolet выходит на IPO

Потенциал роста: **31,6%**

Целевая цена на акцию: **95 400 UZS**

Диапазон цены на акцию на IPO: **72 500 – 81 500 UZS**

Капитализация по нижнему диапазону цены IPO: 1 748 млн долларов
Справедливая стоимость компании: 2 300 млн долларов
Дивиденды от чистой прибыли: 30%
Дата закрытия книги: 22 декабря 2022

Выручка (6M22 TTM): 2 892 млн долл
EBITDA (6M22 TTM): 277 млн долл
Чистая прибыль (6M22 TTM): 209 млн долл
Чистый долг (6M22): 221 млн долл

ROA (6M22 TTM): 9%
ROE (6M22 TTM): 35%
ROIC (6M22 TTM): 22%
Маржа EBITDA (6M22): 9,6%



UzAuto Motors - крупнейший автопроизводитель СНГ, занимающий доминирующую позицию в Узбекистане с долей рынка более чем в 90% и лидирующую позицию в Казахстане с долей рынка в 35%. У компании есть заводы мелкоузловой сборки авто в Узбекистане и крупноузловой сборки в Казахстане и Азербайджане.

Компания производит автомобили марки Chevrolet в альянсе с General Motors, благодаря чему компания обладает эксклюзивными правами на реализацию авто данного бренда в странах постсоветского пространства.

За счет доминирующего положения компании на рынках, обеспеченного заградительными импортными пошлинами в Узбекистане и соглашением с GM, а также с учетом высоких перспектив роста выручки в результате обновления модельного ряда справедливая стоимость данной компании на IPO оценена в размере 2,3 млрд долларов, что дает справедливую стоимость 1 акции в 95 400 сум (в обращении находятся 270 млн акций компании). Потенциал роста составляет 31,6% к нижней границе цены размещения на IPO.

Крупнейший автопром в СНГ с высоким потенциалом роста.

UzAuto Motors – крупнейший производитель авто в СНГ, производящий больше авто в год, чем российский АвтоВаз. Потенциал роста компании будет обеспечен доминирующим положением на рынке, а также планами компании по внедрению новых моделей и обновлению модельного ряда в рамках платформы GEM для развивающихся рынков от General Motors.

Геополитическая неопределенность как возможность для захвата рынков.

Санкции, наложенные на Россию и Беларусь в следствии геополитического конфликта на востоке Европы лишают АвтоВаз запчастей и ресурсов для производства авто. Вкупе с запретом на экспорт в Россию и Беларусь западных брендов авто, в том числе Chevrolet, появился параллельный импорт, и автомобили от UzAuto Motors уже перепродаются частными покупателями в санкционированные юрисдикции. Мы видим это как потенциал роста спроса с данных юрисдикций, несмотря на политические ограничения.

Вероятнее всего, заградительные пошлины на ввоз авто в Узбекистане не будут отменены.

Скорее всего, UzAuto Motors будет и дальше занимать доминирующее положение на локальном рынке. Мы не ожидаем, что правительство Узбекистана обнулит пошлины на ввоз авто и утилизационные сборы, что обеспечит дальнейшую стабильность компании на ключевом рынке. UzAuto Motors обладает обширной дилерской сетью и сетью поставок, что является абсолютной преградой для конкуренции с компанией любых других желающих зайти на узбекский рынок авто.

АО «UzAuto Motors»: производимые модели

Класс	Модель (CKD)	Прогноз производства, шт (2022)	Тип кузова	Класс	Модель (CKD)	Прогноз продаж	Тип кузова
A	Spark	15 000	хетчбэк	D	Malibu 2		4 дв. седан
B	Nexia	24 000	4 дв. седан	SUV	Equinox		5 дв. SUV
B	Cobalt	100 000	4 дв. седан	SUV	Trailblazer		5 дв. SUV
B	Onix	Старт в 2023	4 дв. седан	SUV	Traverse		5 дв. SUV
C	Lacetti	Lacetti	4 дв. седан	SUV	Tahoe		5 дв. SUV
SUV	Tracker	19 000	5 дв. SUV				
MPV	Damas/Labo	92 000	микровэн				

Модель оценки справедливой стоимости АО «UzAuto Motors»:

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	зрелый
темп роста выручки, %	29,8%	-6,3%	-17,6%	62,8%	22,6%	9,8%	9,9%	8,7%	5,1%
(+) Выручка	2 799	2 624	2 162	3 520	4 317	4 738	5 206	5 661	5 950
(х) Операционная маржа	12,4%	8,8%	9,3%	10,5%	11,5%	10,7%	11,1%	11,3%	10,7%
(=) EBIT	347	230	201	369	495	507	576	642	636
Налоговая ставка	10%	17%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
(-) Налог на EBIT	35	40	33	54	72	74	84	94	93
(=) NOPLAT	312	191	168	315	423	433	492	549	543
(-) чистые реинвестиции				203	64	119	48	44	272
CapEx				145	100	150	100	120	
(+) изм в WC				96	41	68	72	70	
(-) DD&A				38	78	99	124	146	
(=) FCF				112	359	314	443	504	
(х) фактор дисконтирования				0,96x	0,83x	0,72x	0,62x	0,53x	
PV FCF				108	299	225	275	269	
Терминальная стоимость					61%	49%	70%	92%	
PV Терминальной стоимости									1 345

Расчет WACC	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Ставка по 30-летним гособлигациям США	2,8%				
Прогноз инфляции в США	2,0%				
Прогноз инфляции в Узбекистане	5,1%				
Безрисковая ставка	5,9%				
Бета	1,55				
ERP	6,0%				
CRP	4,5%				
Стоимость собственного капитала	19,7%				
Риск дефолта (B1)	3,2%				
Стоимость долга	13,5%				
Стоимость долга после налога	11,5%				
Долг/Стоимость компании	46,5%				
СК/Стоимость компании	53,5%				
Средневзвешенная стоимость капитала	15,89%				
Кумулятивная стоимость капитала	0,96x	0,83x	0,72x	0,62x	0,53x

Оценка капитала, млн USD	
(=) Стоимость в прогнозном периоде	1 176
(+) Стоимость в зрелом периоде	1 345
(=) EV	2 521
(-) Долг	302
(+) Наличие	80
(=) Оценка собственного капитала	2 300
Целевая цена на акцию, USD	8,52