

# АКИБ Ипотека-банк

## Приватизация позволит раскрыть потенциал

РЕКОМЕНДАЦИЯ

# BUY

 Тикер на UZSE: **ИПТВ**

 Текущая цена: **1,02 UZS**

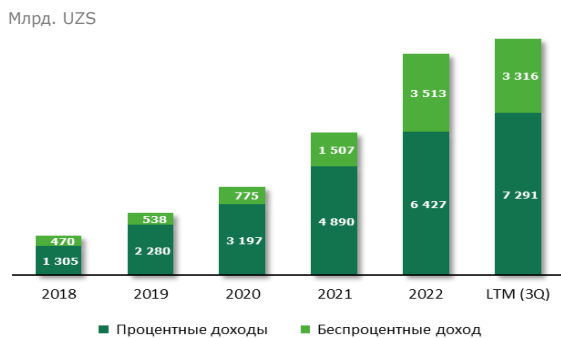
 Целевая цена: **1,38 UZS**

 Потенциал роста: **35%**

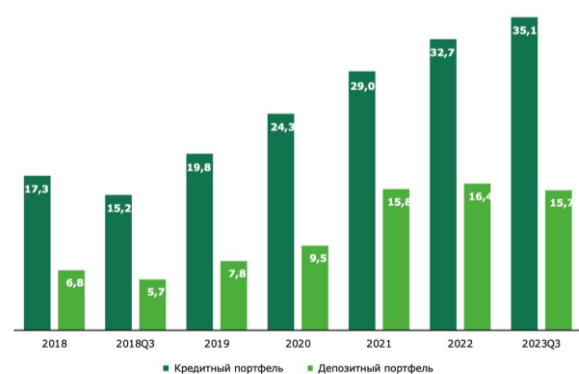

### Динамика акций ИПТВ, 2021-2024



### Структура доходов, 2018-2023



### Депозиты/Кредиты, 2018-2023



**АКИБ Ипотека-банк** - пятый по величине банк в Узбекистане с долей 7,1% активов всего банковского сектора, ставший самым крупным частным банком страны после приватизации венгерским ОТП летом 2023 года. Помимо крупных корпоративных клиентов, банк имеет 1,5 млн розничных клиентов и работает через сеть из 39 филиалов и более 200 центров обслуживания клиентов.

### Инвестиционный тезис:

**(+) Фундаментальная недооцененность банка.** Банк торгуется по 0,51x от своей балансовой стоимости (P/B), что дает акциям банка существенное пространство для роста при среднем показателе P/B в 1,18x (на основании сравнительного анализа) и 1,48x для банков входящих в MSCI Frontier Markets. Даже при целевой цене в 1,38 сум, P/B будет составлять 0,73x, что подразумевает существенный потенциал роста в будущем.

**(+) Темпы роста.** Кредитный портфель Ипотека-банка значительно вырос за последние несколько лет, увеличившись в 2,3 раза до 35,1 трлн сум по состоянию на конец третьего квартала 2023 года, в сравнении с 17,3 трлн сум в третьем квартале 2018 года. Это подразумевает среднегодовой рост (CAGR) в 23,3%. Депозитный портфель банка также вырос с 6,8 трлн в 2018 году до 16,4 трлн сум к концу 2022 года (CAGR 24,87%), при этом, главный прирост пришелся на 2021 год (+67% г/г). Активы банка продемонстрировали значительный рост, увеличившись с 17,3 трлн сум до 44,8 трлн сум (в 2,58 раза) за последние 5 лет. Собственный капитал также заметно вырос, достигнув 6,4 трлн сум, что значительно превышает сумму в 1,5 трлн сум, что была на третий квартал 2018 года. Среднегодовой рост чистой прибыли за период с 2018 по 2022 год составил 46,6%, чистая прибыль Банка выросла с 250 млрд сум до 1,156 трлн сум. Примечательно, что беспроцентные доходы банка росли более быстрыми темпами (в 7,5 раз) с 470 млрд до 3,5 трлн с 2018 по 2022 год, в то время как процентные доходы увеличились в 4,93 раза (с 1,3 трлн до 6,4 трлн).

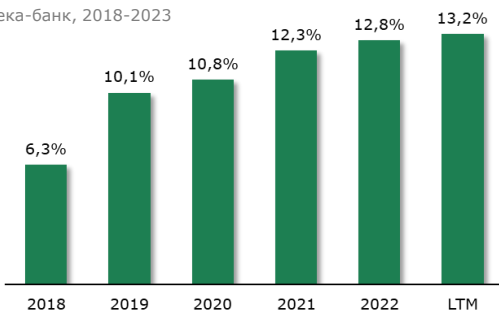
**(+) Самый большой частный банк Узбекистана.** По величине активов, по состоянию на 1 декабря 2023 года, Ипотека-банк занимает 5 место в Узбекистане по размеру активов - 45 трлн сум или 7,1% активов всего банковского сектора. Банк является крупнейшим среди частных банков страны. Также, банк занимает 5 место по объему кредитного портфеля - 36,8 трлн сум или 7,9% кредитов всего сектора.

**Матмуродова Зевара**  
инвестиционный аналитик  
matmurodova@ffin.uz

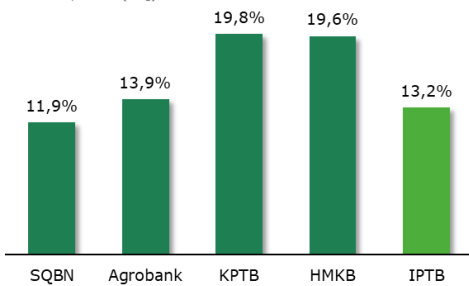
**Абдумажидова Феруза**  
инвестиционный аналитик  
abdumajidova@ffin.uz

### Средняя ставка по кредитам

Ипотека-банк, 2018-2023

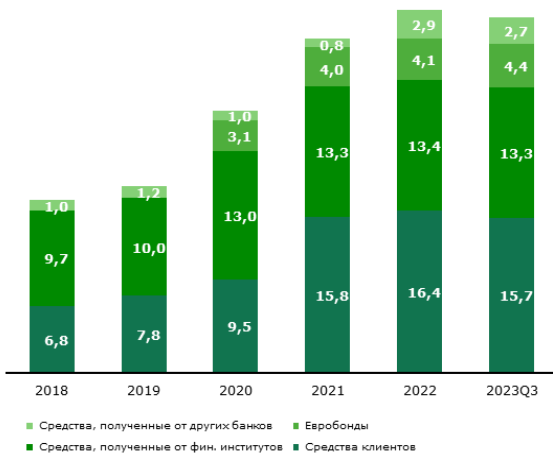


Срав. анализ, LTM (3Q)



### Структура источников финансирования

Трлн. UZS



### Денежный поток от кредитов/депозитов

Млрд. UZS, по данным МСФО

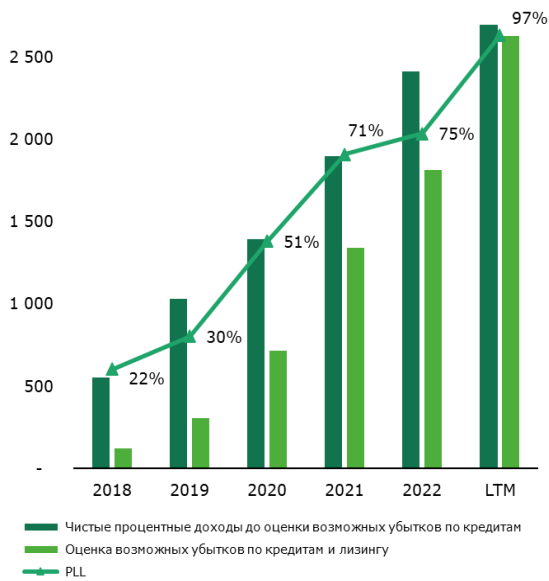
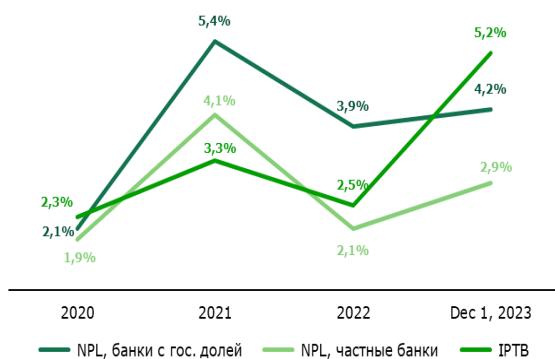


Банк занимает 2 место по объему ипотечных кредитов среди всех банков страны – ему принадлежит 19,4% доли рынка. Около 37,6% от общего кредитного портфеля Банка приходится на ипотечные кредиты. К слову, главный исполнительный директор OTP Bank Шандор Чани сообщил, что банк будет делать ставку на стратегию лидерства на рынке ипотечного кредитования в будущем. При этом, Банк занимает 3 место по размеру привлеченных депозитов – 17,1 трлн сум.

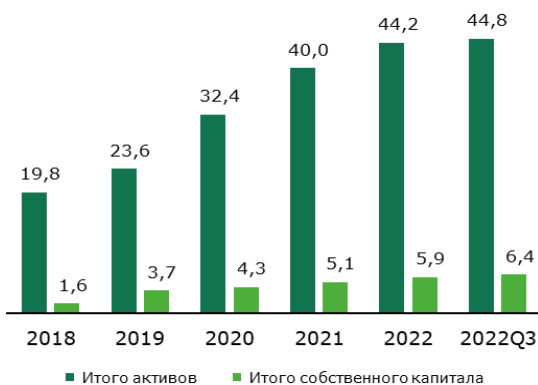
**(+) Приватизация открывает значительные перспективы и потенциал.** Летом 2023 года OTP Bank выкупил 75% госдоли в Ипотека-банке за \$324 млн, остальные 25% венгерский банк планирует выкупить в следующие три года. При этом, Ипотека-банк во второй половине декабря выпустил дополнительных акций на сумму в 844,63 млрд. Ценные бумаги были размещены главному акционеру — OTP Bank с использованием преимущественного права. После данной сделки доля OTP Bank в уставном фонде выросла с 75% до 79,6%. OTP Group — одна из самых быстрорастущих и ведущих банковских групп в Центральной и Восточной Европе, предоставляющая финансовые услуги более чем 17,5 млн клиентов. Узбекистан — первая страна в Центрально-Азиатском регионе, куда венгерский банк инвестировал. Ожидается, что приватизация Банка положительно отразится на прибыльности Банка – новый менеджмент фокусируется на внедрении рыночных практик при ценообразовании кредитных продуктов, улучшении качества кредитного портфеля и снижении объемов льготного кредитования. В качестве подтверждения вышесказанному, можно отметить, что Ипотека-банк сократил объем предоставляемых льготных ипотечных кредитов с 890 млрд сум в первом полугодии 2022 года до 531 млрд сум в первом полугодии 2023 года. В модели оценки, мы прогнозируем, что руководство после приватизации сконцентрируется на более высокомаржинальных кредитных продуктах, улучшении рентабельности посредством увеличения средней ставки по кредитам, которая на данный момент составляет около 13,2%, что намного ниже показателей других частных банков-конкурентов. Так, например, средняя ставка по кредитам в Хамкорбанке составляет 19,6%, а в Капиталбанке – 19,8%. Мы ожидаем, что Банк поэтапно начнет внедрять рыночные практики при ценообразовании кредитов и депозитов, что поможет ему конкурировать с другими частными банками.

**(+) Возможность выплат дивидендов по простым акциям в будущем.** OTP Bank как, мажоритарный акционер Банка, может извлекать прибыль только через дивидендные выплаты. Учитывая то, что мажоритарий владеет только простыми акциями Банка, по которым в течении прошлых нескольких лет дивиденды не выплачивались, можно ожидать, что в будущем Банк будет распределять часть прибыли в виде дивидендов и на простые акции.

**(-) Большой отток средств клиентов, спровоцированный приватизацией.** Если посмотреть на отчет о движении денежных средства Банка, можно обратить

**Оценка возможных кредитных убытков**

**Доля проблемных кредитов, NPL**

**Активы и собственный капитал**

Трлн. UZS



внимание на значительный отток денежных средств с клиентских счетов. Так, например, по итогам 2022 года чистое снижение средств клиентов составило 1,18 трлн сум, а по итогам первого полугодия 2023 года – 2,03 трлн сум. Согласно данным ЦБ, с января по май 2023 года депозитный портфель Банка сократился с 16,4 трлн до 14,43 трлн сум (-14%). Снижению было спровоцировано оттоком средств юридических лиц, так за данный период времени объем средств на счетах юр. лиц сократился на 20% с 13,26 трлн до 11,04 трлн сум. Причиной может быть то, что большинство государственных компаний, чьи расчетные счета и депозиты находились в Ипотека-банке, перенесли их в другие государственные банки после приватизации. Однако, согласно данным на 1 декабря 2023 года, Банку удалось восстановиться до прежнего уровня и увеличить объем денежных средств на счетах клиентов. Так, на момент написания отчета, депозитный портфель составляет 17,1 трлн сум.

**(-) Чистая прибыль по итогам 9 месяцев снизилась на 39%.** В сравнении с соответствующим периодом 2022 года, процентные доходы Банка увеличились на 18,3% и составили 5,6 трлн сум. Процентные расходы выросли на 19,7% до 3,5 трлн сум. Чистые процентные доходы до оценки возможных кредитных убытков составили 2 трлн сум, а после (-440) млрд сум. Беспроцентные доходы банка составили 2,4 трлн сум. Помимо этого наблюдалось сокращение беспроцентных расходов Банка – с прежних 1 трлн сум до нынешних 581 млрд, что можно считать хорошим результатом работы Банка по оптимизации расходов. За 9 месяцев 2023 года прибыль Банка составила 457 млрд сум, что на 38,98% меньше, чем в соответствующем периоде 2022 года. Причиной снижения чистой прибыли Банка стали изменения в методике оценки возможных убытков по кредитному портфелю и формирования резервов под возможные убытки. Оценка возможных убытков по проблемным кредитам привела к заниженному показателю чистой прибыли по итогам 9 месяцев 2023 года.

**(-) Увеличение уровня проблемных кредитов (NPL).** По состоянию на 1 декабря 2023 года, доля проблемных кредитов Банка составляет 5,2% или 1 929 млрд сум. В начале года данный показатель составлял 2,5% или 810 млрд сум, а уже в сентябре увеличился до 8,8% или 3 037 млрд сум. Для сравнения, в декабре средний показатель NPL среди частных банков Узбекистана составил 2,9%, а среди государственных – 4,2%.

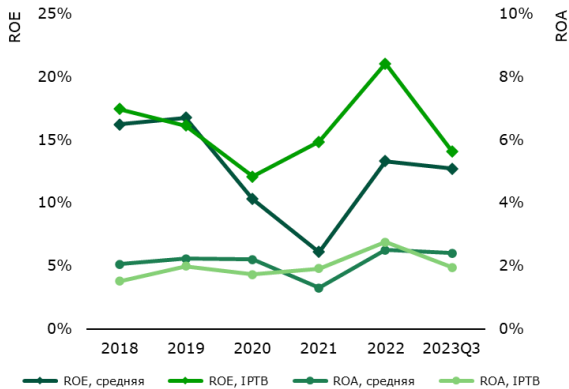
**(-) Занижение прибыли за счет увеличения оценки возможных кредитных убытков.** Оценка возможных убытков по кредитам и лизингу (PLL) представляет собой процесс, в ходе которого банк определяет ожидаемые потери, связанные с кредитным портфелем. Обычно, это определенная часть от чистых процентных доходов банка, которая выделяется для предотвращения возможных убытков при случаях дефолта кредиторов. В случае с Ипотека-банком, на протяжении последних двух лет, более 70% чистых процентных доходов Банк направлял на формирование резервов, что говорит о том, что руководство

## Чистый денежный поток

Млрд. UZS, по данным МСФО



## Рентабельность ROE и ROA



Банка может ожидать, что большая часть их кредитного портфеля имеет высокую вероятность дефолта. Стоит отметить, что это не соотносится с показателем NPL, который составляет всего 5,2%. Примечательно, что по итогам первого полугодия 2023 года Банк направил в резерв 2,51 трлн на покрытие возможных убытков при том, что чистые процентные доходы составили всего 2,07 трлн сум. Сообщается, что данные цифры отражают изменения в методике оценки возможных убытков по кредитному портфелю, которые были привнесены новым менеджментом. Однако, мы считаем, что качество кредитного портфеля Банка удовлетворительным и не требующим направления такой значительной доли чистых процентных доходов на формирование резервов.

**(?) Рентабельность банка.** В период с 2020 по 2022 годы ROE Банка стабильно превышал средний показатель банковского сектора страны, достигнув пика (21%) в 2022 году за счёт увеличения чистой прибыли в 2021 и 2022 годах. К 3 кварталу 2023 года рентабельность собственного капитала снизилась до 14%, что обусловлено сокращением чистой прибыли из-за увеличения резервов под возможные убытки по кредитам (PLL). ROA Банка стабильно находился на уровне средних значений банковского сектора, но в 2021 и 2022 годах немного превышал средний показатель за счет роста чистой прибыли.

**Модель оценки.** В ходе проведенной нашими аналитиками оценки стоимости простых акций Банка, была получена целевая цена в 1,38 сум. Целевая цена подразумевает потенциал роста в 35% (P/B при целевой цене - 0,73x). Несмотря на некоторые незначительные проблемы с финансовыми показателями и снижением темпов роста, мы считаем, что приватизация Банка положительно скажется на финансовых и операционных показателях Банка в долгосрочной перспективе. Тот факт, что даже при достижении целевой цены, P/B Банка будет значительно ниже 1, указывает на большой потенциал роста. Существует высокая вероятность повышения целевой цены при улучшении финансовых показателей Банка в ближайшие кварталы. Также, на данный момент, стратегия и планы OTP Bank касательно их деятельности, как нового акционера Ипотека-банка неясны, модель оценки также будет зависеть от бизнес-плана и будущих решений OTP Bank.

Отчет о прибыли, млрд сум	2018	2019	2020	2021	2022	Балансовый отчет, млрд сум	2018	2019	2020	2021	2022
Процентные доходы	1 305	2 280	3 197	4 890	6 427	Кассовая наличность	350	486	636	673	1 302
Процентные расходы	751	1 249	1 802	2 995	4 018	К получению из ЦБРУ	812	1 210	2 161	3 301	1 940
Чистые процентные доходы до PLL	554	1 031	1 395	1 896	2 410	К получению из других банков	641	1 414	3 876	5 066	3 640
Оценка возможных кр. убытков (PLL)	124	307	714	1 339	1 815	Счета купли и продажи	0	131	761	1 097	3 918
Чистые процентные доходы после PLL	430	724	681	557	595	Кредиты и лизинговые операции	17 196	19 486	23 621	28 214	32 100
Беспроцентные доходы	470	538	775	1 507	3 513	<b>Итого активов</b>	19 755	23 588	32 410	40 012	44 187
Беспроцентные расходы	102	138	224	364	1 623	Депозиты до востребования	3 790	3 470	4 959	9 099	8 171
Чистый доход до опер. расходов	798	1 123	1 233	1 699	2 484	Срочные депозиты	2 969	4 318	4 540	6 726	8 261
Операционные расходы	491	604	659	811	1 052	К оплате в ЦБРУ	-	-	-	-	15
Доналоговая прибыль	307	519	574	889	1 432	К оплате в другие банки	1 016	1 165	975	811	2 887
Налоги	57	89	91	195	276	Кредиты к оплате	9 723	10 013	12 996	13 303	13 372
<b>Чистая прибыль</b>	250	430	483	694	1 156	Выпущенные банком ценные бумаги	-	-	3 143	4 027	4 149
<b>Рост и маржа (%)</b>						<b>Итого обязательств</b>	18 144	19 858	28 136	34 925	38 269
Темпы роста процентных дох.	-	75%	40%	53%	31%	Уставной капитал	986	2 817	2 870	2 992	2 990
Темпы роста беспроцентных дох.	-	14%	44%	94%	133%	Добавленный капитал	1	1	1	1	1
Темпы роста чистой прибыли	-	72%	12%	44%	67%	Резервный капитал	374	482	694	907	720
Чистая процентная маржа	2,9%	5,0%	5,3%	5,5%	6,1%	Нераспределенная прибыль	250	430	710	1 187	2 207
ROA	1,5%	2,0%	1,7%	1,9%	2,7%	<b>Обязательства и капитал</b>	1 611	3 730	4 274	5 087	5 917
ROE	17,4%	16,1%	12,1%	14,8%	21,0%						

\*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.