

# АКИБ «Ипотекабанк»:

## Долговая нагрузка угрожает стабильности

**АКИБ «Ипотекабанк»**

РЕКОМЕНДАЦИЯ

# HOLD

Тикер на UZSE: IPTB

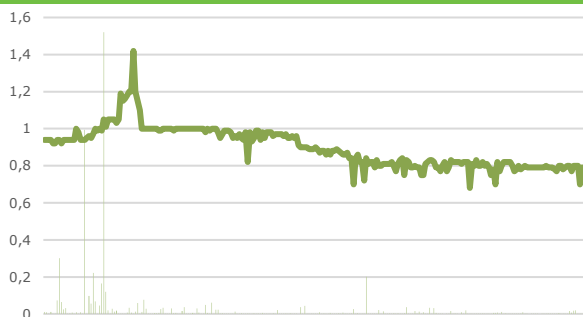
Текущая цена: 0,76 UZS

Целевая цена: 0,70 UZS

Потенциал роста: -12,5%

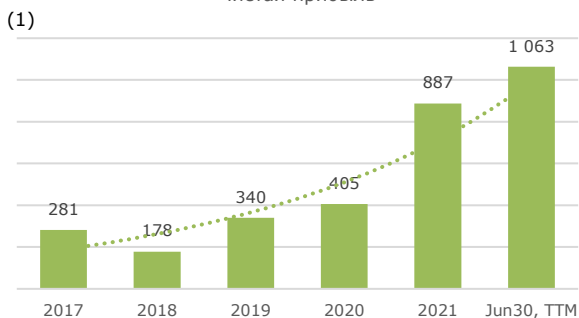

**ИПОТЕКА BANK**

### Динамика цены IPTB на UZSE, 1год, UZS



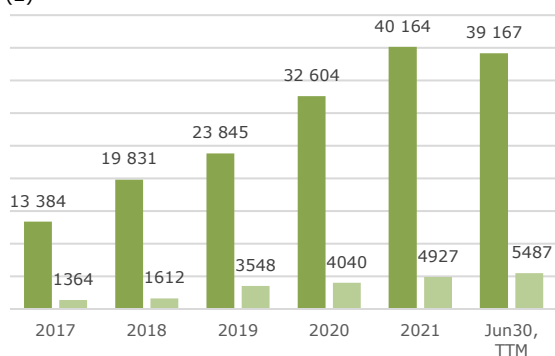
### Финансовые показатели, млрд UZS

Чистая прибыль



(2)

■ Активы ■ Капитал


**Тимур Норматов**

Инвестиционный аналитик

 (+998) 97 781 02 23 | [normatov@ffin.uz](mailto:normatov@ffin.uz)

**АКИБ «Ипотека-банк» - пятый крупнейший банк Узбекистана по объему активов, который обслуживает 1.2 млн розничных клиентов и имеет рыночную долю в размере 9% по объему выданных кредитов в стране.**

#### Инвестиционный тезис:

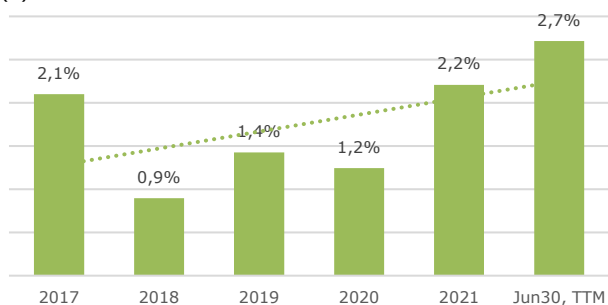
Несмотря на рост активов, кредитного портфеля и чистой прибыли в период с 2017г по 30-июня 2022г, банк имеет огромные долговые обязательства и относительно высокий уровень проблемных кредитов, что делает инвестирование в акции АКИБ «Ипотекабанк» нецелесообразным. Об этом более подробно рассмотрим в следующих абзацах.

**Рост.** Чистая прибыль банка в период с 2017г по 30-июня 2022г более чем утроилась с 281 млрд сум до 1,063 трлн сум (1). Такой же стремительный рост наблюдался и в объеме активов банка, которые насчитывались в размере 13,384 трлн сум в 2017г и 39,167 трлн сум на 30-июня 2022г (2). Собственный капитал банка также продемонстрировал бурный рост с 1,364 трлн сум до 5,487 трлн сум за этот период (2). Кредитный портфель, что является основным источником дохода банка, также вырос с 10,563 трлн сум до 29,758 трлн сум за последние 6 лет.

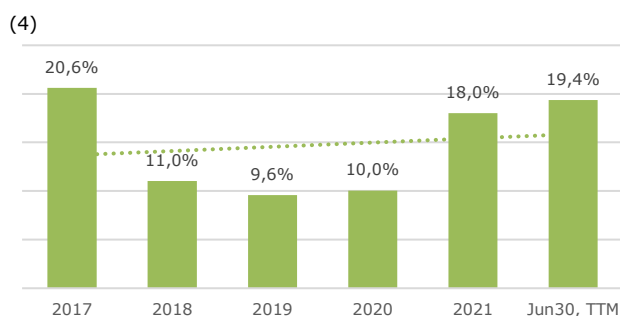
**Прибыльность.** Рентабельность активов (ROA) банка, после падения в предыдущие 3 года, начала восстанавливаться в прошлом году и достигла отметки 2,7% к концу первой половины текущего года (3). Схожая динамика наблюдается и в показателе рентабельности собственного капитала (ROE), который сначала упал с 20,6% в 2017г до 9,6% в 2020г и восстановился до 19,4% на 30-июня 2022г (4). По мере роста кредитного портфеля, улучшилась и доходность по ним. Так процентная доходность по кредитам выросла с 5% в 2017г до 13% на 30-июня 2022г (5).

**Денежные потоки.** На первый взгляд внушительные показатели роста и рентабельности на самом деле обеспечиваются за счет стремительного наращивания долговых обязательств банка. При этом, денежный поток от операционной деятельности банка остается отрицательным по итогам каждого года с 2017г из-за большого объема кредитования и низкого уровня поступлений на клиентские счета. Например, за 12

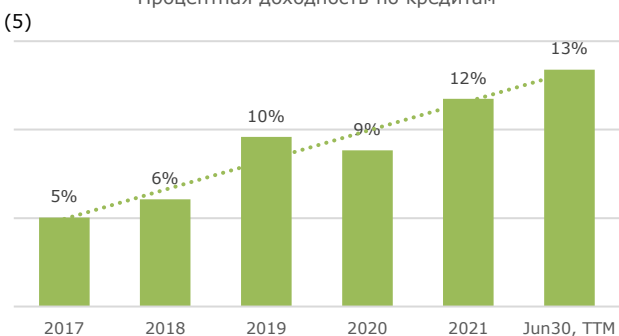
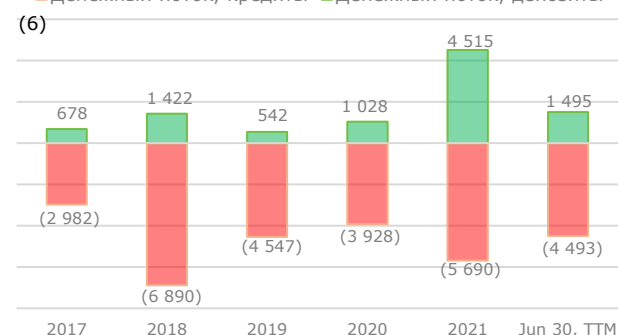
(3) Рентабельность активов (ROA), %



Рентабельность собственного капитала (ROE), %



(5) Процентная доходность по кредитам


 (6)
   
 ■ Денежный поток, кредиты ■ Денежный поток, депозиты


(7)

Чистый денежный поток от	2017	2018	2019	2020	2021	Jun 30, TTM
операционной деятельности	(2 597)	(4 440)	(3 358)	(2 863)	(595)	(919)
инвестиционной деятельности	(52)	(241)	(62)	(778)	393	(1 827)
финансовой деятельности	2 529	4 625	4 645	5 882	3 114	3 223

месяцев до 30-июня текущего года банк получил 1 573 млрд сум денежного притока от операционной деятельности до корректировки на изменения в рабочем капитале (7). После выдачи кредитов на 4 493 млрд сум и поступлений в размере 1 495 млрд сум в клиентские счета (6), денежный поток от операционной деятельности стал отрицательным на уровне -919 млрд сум. От инвестиционной деятельности, в рамках которой банк покупает облигации государства и ЦБ, денежный поток также остается отрицательным в каждом году кроме 2021г (7).

Положительный итоговый денежный поток банка обеспечивается за счет привлечения огромных средств у государства и иных финансовых институтов, а также эмиссии облигаций и акций. Так главным источником финансирования деятельности банка является государство Узбекистан, за которым следуют другие международные и местные финансовые институты, которые выдали займы на 5 342 млрд сум за 12 месяцев к 30-июня 2022г (8). Банк также выпустил облигации на сумму 138 млрд. сум за этот период. Помимо этого почти каждый год банк выпускает акции для привлечения финансирования.

**Проблемные кредиты (NPL).** Так как банк выдает кредиты намного больше, чем привлекает депозиты (Loan-to-Deposit Ratio равен 2,75), необходимо посмотреть на качество выданных кредитов. По состоянию на 30-июня 2022г на балансе банка находится 3 621 млрд. сум в виде просроченных кредитов, что составляет 12,2% от всех выданных кредитов банком (9). Из них, 1 389 млрд сум (4,7% от всех кредитов) являются проблемными, так как оплаты по ним не производились более чем 90 дней. Банк также выделил 1 899 млрд сум в качестве резервов для покрытия ожидаемых кредитных убытков, что составляет 6,4% всего кредитного портфеля. Для сравнения, по данным Всемирного Банка средний показатель проблемных кредитов (NPL) в MSCI Emerging Markets находился на уровне 5,5% в 2021г.

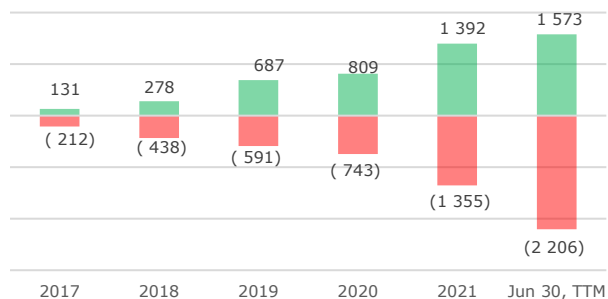
**Финансовая стабильность.** Банк находится в тяжелом финансовом положении из-за высокой долговой нагрузки и из-за необходимости в постоянных вливаниях для обслуживания своего долга, так как денежные потоки от операционной деятельности до корректировки по депозитам/кредитам в каждом году были почти равны, а иногда и больше, выплатам по долговым обязательствам банка перед государством и МФИ (10). Например, к 30-июня 2022г. банк получил чистый денежный поток от операционной деятельности до расчета изменений в кредитах и депозитах в размере 1 573 млрд сум, при этом направил 2 206 млрд сум на покрытия обязательств по займам от государства и МФИ.

По состоянию на 30-июня 2022г на балансе банка находится 18 197 млрд сум заемных средств от государства и МФИ, которые более чем в три раза превышают его собственный капитал (5 487 млрд). Помимо этого, банк выпустил евро облигации на 4 067 млрд сум, которые необходимо погасить в 2025г. При этом банк имеет всего лишь 3 403 млрд. сум в виде наличных средств на своем балансе. Таким образом, соотношение чистого долга к собственному капиталу (D/E Ratio) составляет 3,51.

(8)	2017	2018	2019	2020	2021	Июн-30, ТТМ
Займы у гос-ва и МФИ	2 120	4 994	5 050	3 537	3 484	5 342
Выпуск облигаций	-	6	8	3 088	984	138
Выпуск акций	572	140	1 832	52	122	-

(9)	июнь 30, 21	% от всех кредитов	июнь 30, 22	% от всех кредитов
Кредиты и авансы клиентам	26 166		29 758	
Резервы на ожидаемые кредитные убытки	1 507	5,8%	1 899	6,4%
Итого просроченных кредитов	2617	10,0%	3 621	12,2%
Субстандартные кредиты, за искл. просроч. кредитов	625	2,4%	1 123	3,8%
Проблемные кредиты (NPL)	1095	4,2%	1 389	4,7%
Индивидуально определены как проблемные	171,214	0,7%	299	1,0%

(10) ■ Выплата по займам от гос. и МФИ  
■ Опер. доход до коррект по депоз/кредит



**Поглощение со стороны ОТП банка.** На днях Венгерский ОТП банк сообщил о возобновлении рассмотрения выкупа государственной доли в АКИБ «Ипотекабанк», что было широко освещено местными СМИ. Напомним, что еще в сентябре прошлого года анонсировалось о продаже 75% государственной доли данному банку, но, сделка была приостановлена. На текущий момент аргументом в пользу покупки акций АКИБ «Ипотекабанк» для многих инвесторов является намерение спекулировать в ожидании его поглощения ОТП банком. Однако, такая стратегия строится на предположении, что банк будет выкуплен дороже его текущей рыночной стоимости.

Для определения возможной цены покупки, которую ОТП мог бы предложить АКИБ «Ипотекабанк», мы изучили историю сделок банка по слиянию и поглощению (M&A deals). Так в начале 2020г ОТП завершил сделку по покупке SKB Banka Slovenia за €300 млн. Вкратце, на момент сделки SKB Banka имел кредитный портфель в размере €2,5 млрд (Ипотека - €2,65 млрд), депозиты - €2,67 млрд (Ипотека - €965 млн), собственный капитал - €349 млн (Ипотека - €490 млн). SKB Banka имел всего лишь €307 млн долга на своем балансе, в то время как долги «Ипотеки» превышают €2 млрд. С учетом этих и других финансовых показателей, а также потенциала роста банковского сектора Узбекистана, мы ожидаем, что ОТП может, в базовом сценарии, оценить стоимость Ипотеки в половину его собственного капитала, что дает оценку равную текущей рыночной капитализации банка. То есть покупка акций Ипотеки перед поглощением не является сделкой с высокой потенциальной отдачей.

**Резюме.** Несмотря на рост кредитного портфеля банка, мы считаем, что инвестиции в акции АКИБ «Ипотекабанк» имеют потенциально отрицательную доходность в долгосрочном периоде. Главной причиной тому является тот факт, что рост кредитного портфеля банка обеспечивается за счет наращивания долговых обязательств, а не за счет роста клиентских депозитов. При этом стоит отметить, что более половины суммы клиентских депозитов (55%) принадлежат государству и бюджетным организациям, что делает банк зависимым от небольшого количества клиентов. А относительно высокий уровень проблемных кредитов создает угрозу снижения объема будущих денежных потоков от операционной деятельности. Наш сравнительный анализ полагает, что рыночная капитализация банка будет стремиться к соотношению P/B равному 0,35, что оценивает одну акцию «Ипотеки» в 0,70 сум. Мы даем рекомендацию "Hold" на основе вышеуказанного анализа и из-за существующей небольшой вероятности, что ОТП банк может заплатить небольшую премию текущему акционеру в случае слияния с АКИБ «Ипотекабанк».

**Балансовый отчет, АКИБ «Ипотекабанк», млрд сум**

баланс, млрд сум	2017	2018	2019	2020	2021 Jun 30, 22	
наличные средства	1374	1315	2630	5148	7230	3403
к получению от других банков	1249	508	845	1811	2032	1808
выданные кредиты	10563	17598	19840	24345	29263	29758
долговые инструменты	0	155	131	777	1095	3484
прочие активы	197	255	399	524	545	714
<b>Итого активы</b>	<b>13384</b>	<b>19831</b>	<b>23845</b>	<b>32604</b>	<b>40164</b>	<b>39167</b>
клиентские счета	5648	7091	7936	9211	13632	10813
выпущенный долг	13	10	15	3149	4057	4067
займы у государства и МФИ	6304	11057	11530	15117	16947	18197
прочие обязательства	55	61	816	1087	601	603
<b>Итого обязательства</b>	<b>12020</b>	<b>18219</b>	<b>20297</b>	<b>28564</b>	<b>35237</b>	<b>33680</b>
уставный капитал	844	984	2816	2868	2991	2991
нераспределенная прибыль	368	444	645	1050	1936	2497
прочий капитал	151	186	90	122	0	0
<b>Итого капитал</b>	<b>1364</b>	<b>1613</b>	<b>3551</b>	<b>4040</b>	<b>4927</b>	<b>5487</b>
<b>Итого капитал и обязательства</b>	<b>13384</b>	<b>19833</b>	<b>23848</b>	<b>32604</b>	<b>40164</b>	<b>39167</b>

\*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.