

АКБ «Узпромстройбанк»

Трансформация и подготовка к приватизации

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

 Тикер на UZSE: **SQBN**

 Текущая цена: **10,00 UZS**

 Целевая цена: **13,28 UZS**

 Потенциал роста: **33%**

Основные показатели

Капитализация (млрд UZS)	2 433
Количество акций (млн штук)	243 259
52-нед. мин/макс (UZS)	9 - 11,65
Текущая цена (UZS)	10,00
Целевая цена (UZS)	13,28
Потенциал роста (%)	32,8%
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально
Проц. доходы, 2023 (млрд UZS)	7 180
Проц. расходы, 2023 (млрд UZS)	4 198
Беспроц. доходы, 2023 (млрд UZS)	3 892
Беспроц. расходы, 2023 (млрд UZS)	1 904
Чистая прибыль, 2023 (млрд UZS)	912
Активы, 2023 (млрд UZS)	74 634
Капитал, 2023 (млрд UZS)	8 728
Кредитный портфель, 2023 (млрд UZS)	55 976
P/B (x)	0,28
P/E (x)	2,77
ROE (%)	11,1%
ROA (%)	1,3%
NPL (%)	2,2%

Динамика акций SQBN, 2022-2024



Матмуродова Зевара
инвестиционный аналитик
matmurodova@ffin.uz

Абдумажидова Феруза
инвестиционный аналитик
abdumajidova@ffin.uz



АКБ Узпромстройбанк является одним из крупнейших и старейших государственных банков Узбекистана со 100-летней историей. Банк занимает 2-ое место по величине активов и кредитного портфеля в банковском секторе Узбекистана. На данный момент Банк находится на этапе трансформации и подготовки к приватизации.

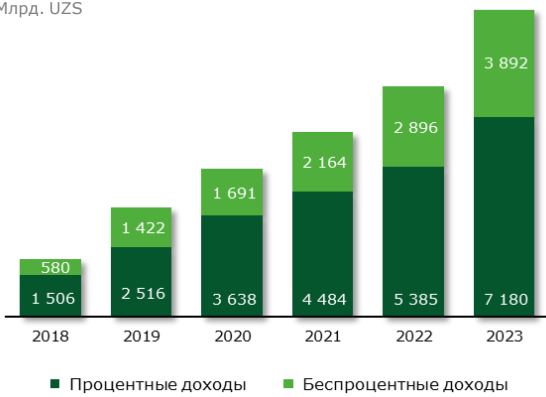
Инвестиционный тезис:

(+) Фундаментальная недооценка банка. Банк торгуется 0,28x от своей балансовой стоимости, что дает акциям банка существенное пространство для роста. Средний P/B, который был получен в результате проведения сравнительного анализа банков с государственной долей в странах, схожих с Узбекистаном, составил 0,44x. P/E Узпромстройбанка, составляющий 2,8x, также находится ниже среднего показателя P/E в 3,84x, что также свидетельствует о недооценке банка.

(+) Трансформация и подготовка к приватизации. В стратегии развития «Нового Узбекистана» на период 2022-2026 годы были отмечены задачи по завершению процессов трансформации в коммерческих банках с государственной долей, и доведению доли частного сектора в банковских активах до 60% к концу 2026 года. Стратегия реформирования банковского сектора определила приватизацию шести крупнейших государственных банков, в список которых также входит SQB, как приоритетную задачу. В течение 2022 года при содействии государства, банком была проведена значительная работа по реформированию внутренней инфраструктуры. Была создана новая система управления активами и пассивами, ликвидностью и капиталом. Усовершенствован сегмент управления рисками, налажено обслуживание мультивалютных, международных и кредитных карт. Согласно Постановлению Президента за №253 от 31.07.2023 года, до конца 2024 года через приватизацию планируется сократить долю государства в

Структура доходов, 2018-2023

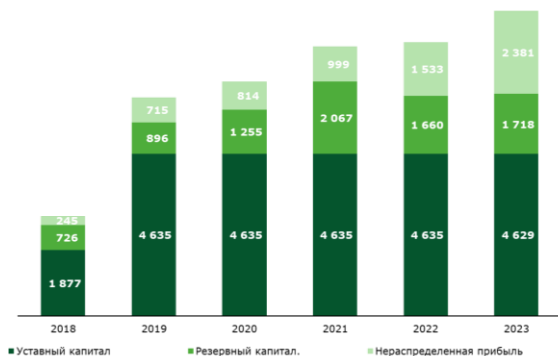
Млрд. UZS


Активы и Капитал, 2018-2023

Млрд. UZS


Денежный поток от кредитов/депозитов

Млрд. UZS, по данным МСФО


Структура капитала, 2018-2023


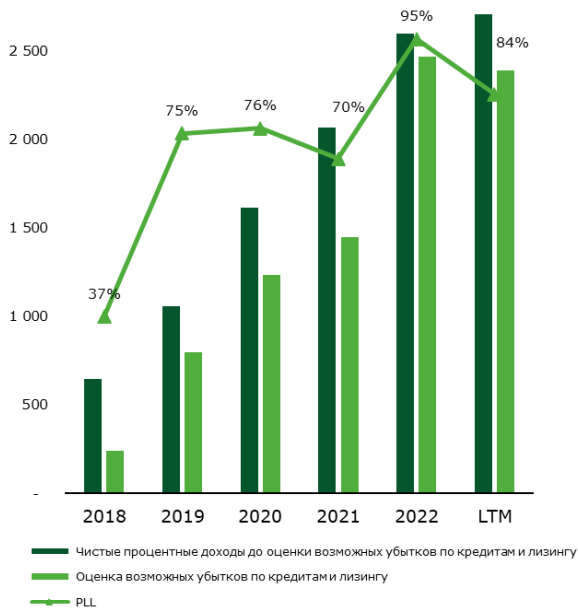
Узпромстройбанке до менее 50%. Изначально планировалось выставить всю государственную долю на торги до конца 2022 года, а затем — до конца 2023 года, однако даже в начале 2024 года никаких намеков на скорую приватизацию банка нет. При этом международные финансовые институты, такие как МВФ, ЕБРР и АБР, уже предоставляют банку кредиты и заемные средства, которые имеют опцию конвертации в акции банка. В прошлом году были привлечены кредитные линии Международной финансовой корпорации и Европейского банка реконструкции и развития в размере 125 млн долларов США с возможностью конвертации в простые акции. Также, Азиатский банк развития (ADB) и Узпромстройбанк (SQB) в ноябре 2023 года подписали соглашение о конвертируемом кредите в размере 50 миллионов долларов США. Проект направлен на содействие приватизации УзПСБ через предоставление конвертируемого займа. АБР также предоставит техническую помощь, чтобы помочь SQB реализовать свою дорожную карту трансформации. Потенциальное вхождение международных финансовых институтов в число акционеров SQB повысит инвестиционную привлекательность банка, а также станет важным шагом в трансформации бизнес-модели банка. На данный момент, акционерами банка являются Фонд реконструкции и развития (82,1%), Агентство стратегических реформ (13,1%) и «Узтрансгаз» (1,2%). Также, известно, что до приватизации чистая прибыль банка не будет распределяться на выплату дивидендов по простым акциям банка.

(?) Неустойчивая геополитическая картина создает неопределенность по планам приватизации банка. Fitch Ratings в конце 2023 года опубликовало обзор реформ, проводимых в Узбекистане, в котором упомянуло, об ожидании продления первоначальных сроков приватизации банков, ввиду сложности процесса, требующего большого количества времени. Поскольку трансформация бизнес-моделей банка все еще продолжается, сроки приватизация SQB также могут задержаться. На настроения крупных инвесторов, заинтересованных в покупке доли в банке также может повлиять продолжающаяся геополитическая неопределенность в регионе.

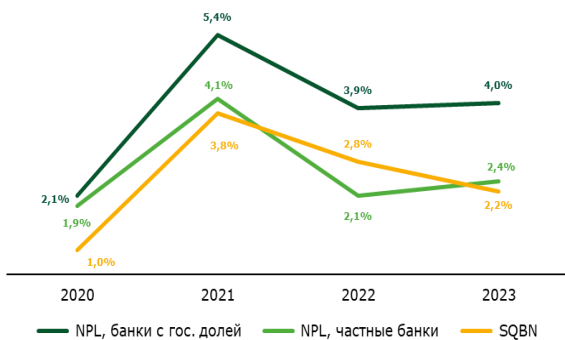
(+) Увеличение числа независимых директоров в Совете банка. На данный момент больше половины членов Наблюдательного совета банка являются независимыми директорами (5 членов из 9). Наличие большего количества независимых директоров поможет способствовать более объективному принятию решений, обеспечит большую степень прозрачности и защиты интересов акционеров и других заинтересованных сторон.

(+) Рейтинги от международных организаций. В конце 2023 года Fitch Ratings подтвердило кредитный рейтинг «Узпромстройбанка» на уровне BB-, на уровне с суверенным рейтингом Узбекистана, и оценила прогноз как «Стабильный». Рейтинг свидетельствует о перспективах и стабильном росте активов банка. Также, Fitch Ratings отметило, что наряду с успешной поддержкой ключевых стратегических секторов экономики страны, банк успешно диверсифицировал свою деятельность перед приватизацией,

Оценка возможных кредитных убытков

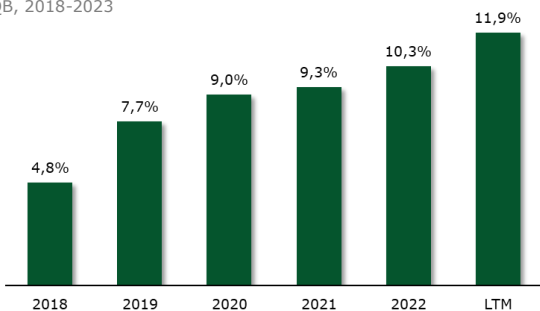


Доля проблемных кредитов, NPL

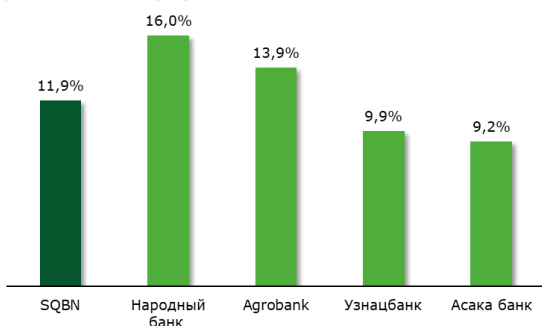


Средняя ставка по кредитам

SQB, 2018-2023



Срав. анализ, LTM (3Q)



а также развивает деятельность в сфере малого и среднего бизнеса и розничного кредитования.

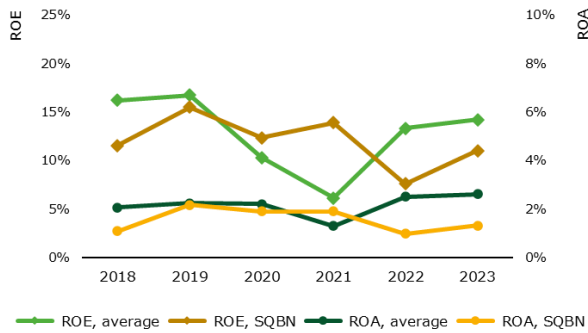
(+) Банк занимает лидирующие позиции на финансовом рынке Узбекистана. Банк является вторым самым крупным банком по объему активов после НБУ. По данным Центрального Банка РУз на 01.01.2024, общий объем кредитов, выданных УзПСБ, составляет более 12,1% кредитного рынка, совокупные активы УзПСБ составляют 11,4% банковской отрасли, общий объем привлеченных депозитов – 5,7%.

(+) Чистая прибыль банка выросла на 55% в 2023 году. В 2023 году общий капитал банка увеличился на 11,5% и был доведен до уровня 8,7 трлн сум. Активы выросли на 16,1% и достигли 74,6 трлн сум. Кредитный портфель составил 56 трлн сум (+18,6%), а депозитный портфель банка уменьшился на 7,3% по сравнению с предыдущим годом и составил 13,8 трлн сум. Процентные доходы составили 7,2 трлн сум, увеличившись на 33,3% за год. Процентные расходы выросли до 4,2 трлн сум (+50,5%). Чистые процентные доходы до оценки возможных кредитных убытков составили порядка 3 трлн сум, а после - 710 млрд сум, что подразумевает направление более 70% процентных доходов на формирование резервов по возможным кредитным убыткам. Беспроцентные доходы банка составили 3,9 трлн сум (+34,39%), а беспроцентные расходы выросли на 98% – с прежних 961 млрд сум до нынешних 1,9 трлн. За 2023 год прибыль Банка составила 911,7 млрд сум, что на 54,8% больше, чем в 2022 год. Причинами увеличения чистой прибыли банка стали сокращение возможных убытков по кредитному портфелю и увеличение процентных и беспроцентных доходов.

(+) Сокращение уровня проблемных кредитов (NPL). Исторически, тренд показателя NPL у банка SQB совпадал с трендом рыночных показателей - как для государственных, так и для коммерческих банков. Однако, к концу 2023 года SQB продемонстрировал значительно лучшие показатели по сравнению со средним значением. По состоянию на 1 января 2024 года доля проблемных кредитов банка составила 2,2% или 1 283 млрд сум. Для сравнения, в январе средний показатель NPL среди частных банков Узбекистана составил 2,4%, а среди государственных - 4%.

(-) Низкая процентная ставка по кредитам. Ввиду того, что банк выдает большое количество льготных и/или субсидированных кредитов, средняя ставка по кредитам SQB намного ниже чем у других банков. В модели оценки банка мы предположили, что трансформация бизнес-модели банка, а также последующая приватизация положительно скажутся на процентных доходах банка, если банк начнет внедрять рыночные практики при ценообразовании. Несмотря на то, что субсидированное кредитование может способствовать увеличению объема кредитования, оно также сопровождается снижением процентных доходов по кредитам в силу более низких процентных ставок или других льготных условий для заемщиков, что может сдерживать доходность активов банка. Если обратить внимание, средняя

Рентабельность ROE и ROA



процентная ставка (LTM) в Народном банке (15,98%) и Агробанке (13,94%) значительно выше ставки SQB (11,86%), несмотря на то что все эти банки являются государственными и также предлагают большое количество льготных кредитов.

(-) Низкие показатели рентабельности. В плане прибыльности SQB демонстрировал более слабые показатели, в сравнении с остальными банками Узбекистана в последние два года. Не смотря на то, что ROE банка увеличился с 7,6% в 2022 году до 11% в 2023 году благодаря увеличению чистой прибыли почти в 2 раза, данные показатели все еще ниже средних показателей банковского сектора в целом. Так, по итогам 2023 года, среднее значение рентабельности активов составило 2,6%, в то время как ROA УзПСБ составляет 1,3%. Рентабельность капитала ROE (11%) также намного ниже среднего показателя в 14,2%.

Модель оценки. В ходе проведенной нашими аналитиками оценки стоимости простых акций банка, была получена целевая цена в 13,28 сум. Эта цена была получена путем комбинирования двух методов: модели EVA и сравнительного анализа с использованием коэффициента P/B. Целевая цена была установлена как среднее значение между оценками, полученными с помощью этих двух методов. Целевая цена предполагает потенциал роста в 32,8% (P/B при целевой цене составляет 0,37x). Мы ожидаем, что трансформационные процессы, направленные на подготовку банка к приватизации, будут положительно влиять на его финансовые и операционные показатели в долгосрочной перспективе. На данный момент коэффициент P/B банка составляет 0,28x, что указывает на значительную недооценку акций по сравнению с их балансовой стоимостью. Даже при достижении целевой цены в 13,28 сум за акцию, коэффициент P/B банка составит всего 0,37x. Если в следующих кварталах будут наблюдаться положительные изменения в средних процентных ставках банка, улучшение рентабельности капитала, а также снижение объемов льготного кредитования, то высока вероятность повышения целевой цены в ближайшей перспективе.

Отчет о прибыли, млрд сум	2019	2020	2021	2022	2023	Балансовый отчет, млрд сум	2019	2020	2021	2022	2023
Процентные доходы	2 516	3 638	4 484	5 385	7 180	Кассовая наличность	672	1 034	882	1 558	1 565
Процентные расходы	1 459	2 022	2 417	2 790	4 198	К получению из ЦБ	1 408	2 766	3 258	1 511	2 526
Беспроцентные доходы	1 422	1 691	2 164	2 896	3 892	К получению из др.банков	2 799	3 632	5 866	6 509	6 837
Беспроцентные расходы	185	285	433	961	1 904	Начисленные проценты к получению	414	976	1 320	1 933	2 908
Чистый доход до опер. расходов	1 499	1 787	2 351	2 063	2 698	Кредиты и лизинговые операции	28 511	38 601	42 041	47 207	55 976
Операционные расходы	658	775	1 123	1 241	1 566	Основные средства	403	771	1 246	2 049	3 125
Доналоговая прибыль	841	1 012	1 228	822	1 131	Итого активов	34 892	49 005	56 511	64 264	74 634
Налоги	136	214	230	233	220	Депозиты до востребования	4 695	7 197	6 190	7 544	5 826
Чистая прибыль	705	798	998	589	912	Срочные депозиты	4 308	4 240	6 417	7 340	7 973
						К оплате в ЦБРУ	-	-	-	1	1
						К оплате в другие банки	463	1 286	1 395	4 878	6 093
						Кредиты и лизинговые опер. к оплате	15 212	24 933	29 479	31 320	36 469
Рост и маржа (%)	2018	2019	2020	2021	2022	Итого обязательств	28 645	42 340	48 810	56 436	65 906
Темпы роста процентных дох.	-	45%	23%	20%	33%	Уставный капитал	4 635	4 635	4 635	4 635	4 629
Темпы роста беспроцентных дох.	-	145%	19%	28%	34%	Резервный капитал.	896	1 255	2 067	1 660	1 704
Темпы роста чистой прибыли	-	197%	13%	25%	55%	Нераспределенная прибыль	715	814	999	1 533	2 381
ROA	2,2%	1,9%	1,9%	1,0%	1,3%	Итого собственного капитала	6 247	6 704	7 701	7 828	8 728
ROE	15,5%	12,3%	13,9%	7,6%	11,0%						

*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.