

АКБ «Хамкорбанк»

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

 Тикер на UZSE: **НМКВ**

 Последняя цена: **30 UZS**

 Целевая цена: **37,8 UZS**

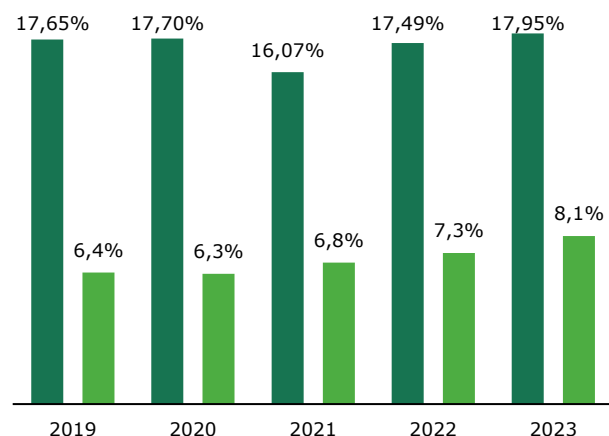
 Потенциал роста: **26%**


HAMKORBANK

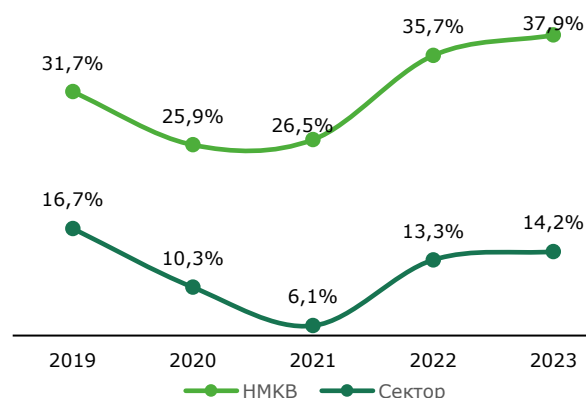
Динамика акций, YoY (с учётом сплита)



Ставки по кредитам и заемным средствам



Рентабельность капитала



АКБ «Хамкорбанк» – крупнейший банк, удерживающий 12% рынка кредитования среди частных банков страны. Основными акционерами среди юридических лиц являются Международная Финансовая Корпорация (IFC), Голландский банк (FMO) и швейцарская инвестиционная компания Responsibility. Банк занял четвертое место в общем индексе активности банков ЦЭИР, и первое место в рейтинге доходности за I квартал 2024 года среди банков Узбекистана. Долгосрочный кредитный рейтинг банка остаётся на уровне «BB-» со стабильным прогнозом от агентства S&P Global.

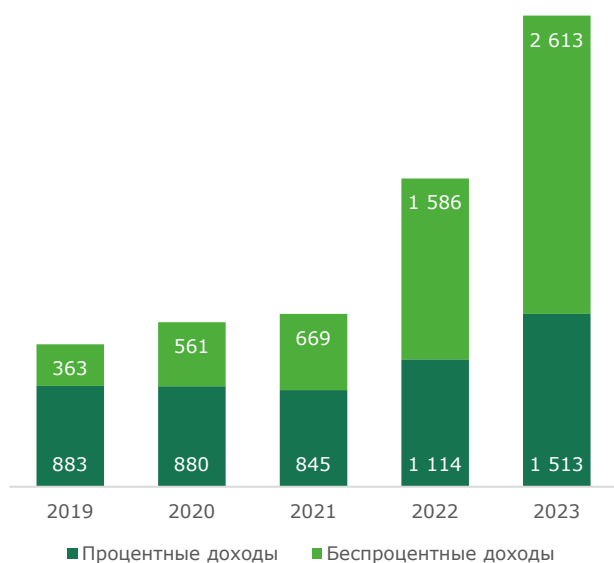
Обзор последних изменений:

(+) Финансовый результат. Хамкорбанк продолжает превосходить ожидания инвесторов и после исключительно прибыльного 2023 года. По итогам I квартала нынешнего года чистая прибыль выросла на 29% год к году, составив 13,7% от совокупного дохода. Рост наблюдался как и в процентном, так и в беспроцентном сегментах бизнеса. Чистые процентные доходы до оценки возможных кредитных убытков увеличились на 18% до 419 млрд сум, а беспроцентные – на 60% до 545 млрд сум. Банк выделяется среди конкурентов высокой маржинальностью в направлении кредитования, располагая стабильным конкурентным преимуществом в виде широкого спреда эффективных ставок по выдаваемым кредитам и заёмным средствам. Так, чистая процентная маржа составила 8,7% в 2023 году, обновив максимум второй год подряд и расположившись значительно выше среднего показателя всего сектора (4,4%).

(+) Рост кредитного портфеля. Кредитный портфель банка увеличился на 39% в 2023 году и составил 15,57 трлн сум, значительно превысив заданную планку в 14,5 трлн. Таким образом, среднегодовой рост кредитования за последние 5 лет составил 26%. Больше половины клиентов кредитного сегмента банка – юридические лица, что свидетельствует о сфокусированности на корпоративном кредитовании. Принимая во внимание устойчивый рост ВВП Узбекистана в следующие несколько лет, мы ожидаем, что банк продолжит стремительно наращивать активность. Об этом также косвенно свидетельствует прогноз кредитного агентства S&P Ratings – ожидающего, что рост объёмов кредитования в банковском секторе в 2024 году останется высоким и составит 25-30%.

(+) Низкий уровень проблемных кредитов. По состоянию на 1 мая, доля проблемных кредитов (NPL) у частных банков Узбекистана в среднем составила 3,8%, а у Хамкорбанка – 1,5%. Несмотря на рост доли NPL у компании в последних двух кварталах, показатель по-прежнему остаётся ниже среднего частного сектора.

Структура доходов



(+) Рентабельность. В 2023 году рентабельность собственного капитала (ROE) банка составила 37,9%, что существенно выше результата всего сектора (14,2%). Такой рост объясняется укреплением маржи чистой прибыли и высокой оборачиваемостью активов. Средний ROE за последние 5 лет составляет 31%.

(+) Ликвидность акций. Простые акции банка расположились на третьем месте по количеству сделок на РФБ "Тошкент" за первые три месяца текущего года. Совокупный объем торгов акциями составил 622 млн сум за I квартал.

Модель оценки. Компания оценивалась на основе модели избыточной доходности (Excess Returns), при которой доходность акционеров рассчитывается как произведение собственного капитала и разницы между рентабельностью капитала и ставкой минимальной доходности, требуемой инвесторами относительно риск-профиля эмитента. В связи с устойчивым положением банка на рынке кредитования и благоприятной макроэкономической перспективой Узбекистана в ближайшие годы, мы допускаем, что средний показатель ROE составит 30% в стадии активного роста, а в терминальном периоде снизиться до 26%. В данном сценарии справедливая цена за одну акцию составляет 33,3 сум. Однако, сравнительный анализ стоимости акций указывает на недооцененность компании относительно выборки банков со схожими Хамкорбанку характеристиками (регион, рыночная капитализация, ROE). Медианный коэффициент рыночной стоимости банка относительно балансовой стоимости (Price/Book ratio) среди выбранной группы банков составляет 1,3x, тогда как акции Хамкорбанка торгуются по 0,92x от книжной стоимости. Фундаментально, коэффициент ниже 1 указывает на заниженные ожидания инвесторов относительно способности банка обеспечить доходность (т.е. ROE), превышающую ставку минимальной требуемой доходности, что в реальности не является случаем Хамкорбанка. Поэтому, целевая цена была скорректирована до 37,8 сум за акцию.

Ключевые показатели

Объем торгов, Q12024	622 млн	Выручка, ТТМ	7 661 млрд	P/E	2,95x
Рыночная капитализация	3 746 млрд	Чистая процентная маржа	10,5%	EPS, ТТМ	10,15 UZS
Номинал	5 UZS	Чистая прибыль, ТТМ	1 271 млрд	EPS, 1Y	11,16 UZS
52W high	40	Операционная маржа	35,6%	Forward P/E	2,69x
52W low	20,8	Маржа чистой прибыли	16,6%	P/B	0,92x
YTD performance, %	+ 0,14%	ROE, 2023,%	36,9%	Forward P/B	0,81x
YoY performance, %	+ 33,98%	ROA, 2023,%	6,7%	Дивиденд на акцию	-
Бета	1,14	Debt/Equity	4,2x	Коэффициент выплаты дивидендов	-

**Настоящий материал 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.*