

АКБ «Узпромстройбанк»

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

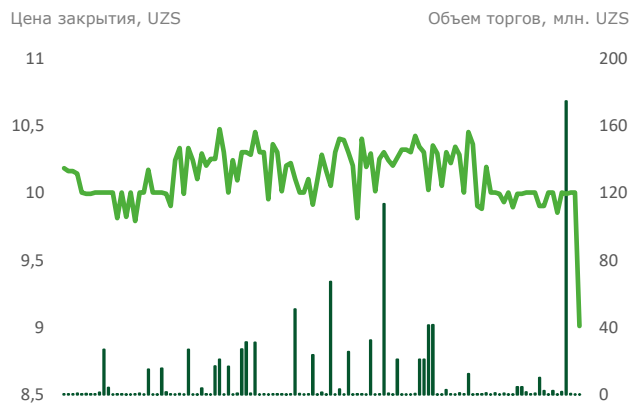
 Тикер на UZSE: **SQBN**

 Последняя цена: **10 UZS**

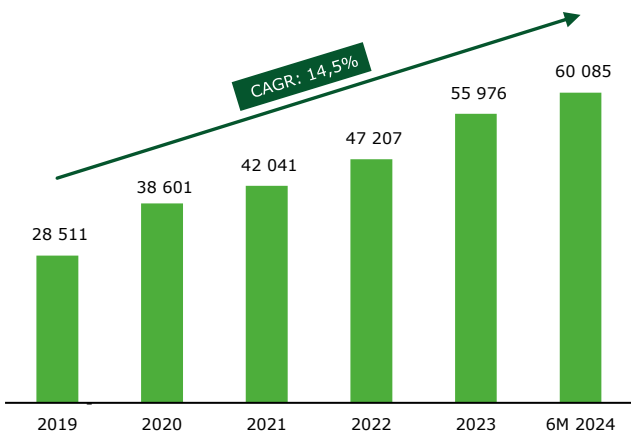
 Целевая цена: **12,85 UZS**

 Потенциал роста: **28,5%**

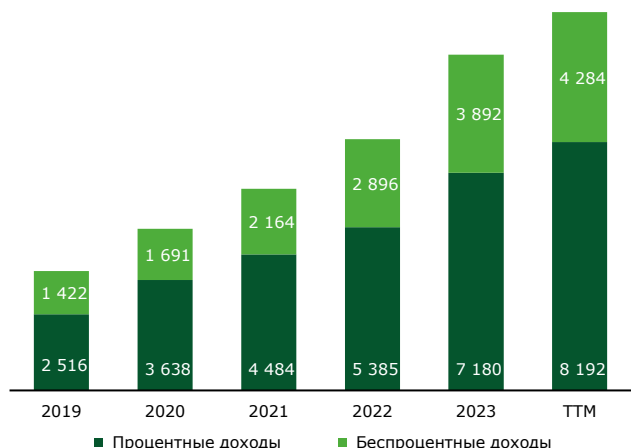

Динамика акций SQBN, 6М 2024



Кредитный портфель, 2019-6М2024



Структура доходов, 2019-ТТМ



АКБ Узпромстройбанк является одним из крупнейших и старейших государственных банков Узбекистана со 100 летней историей. Банк располагает долей в 12% от совокупных активов банковского сектора Узбекистана и представляет системную важность для государства. На данный момент компания находится на этапе трансформации и подготовки к приватизации.

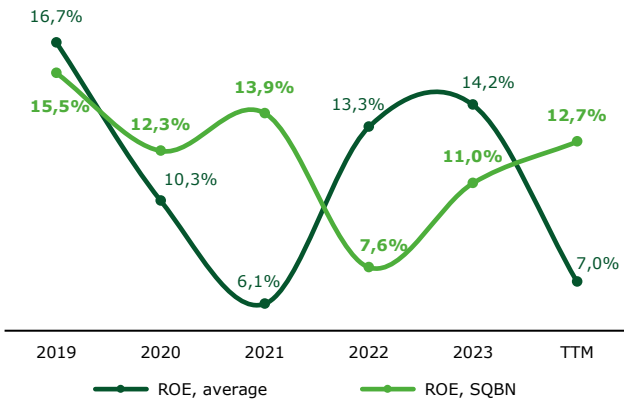
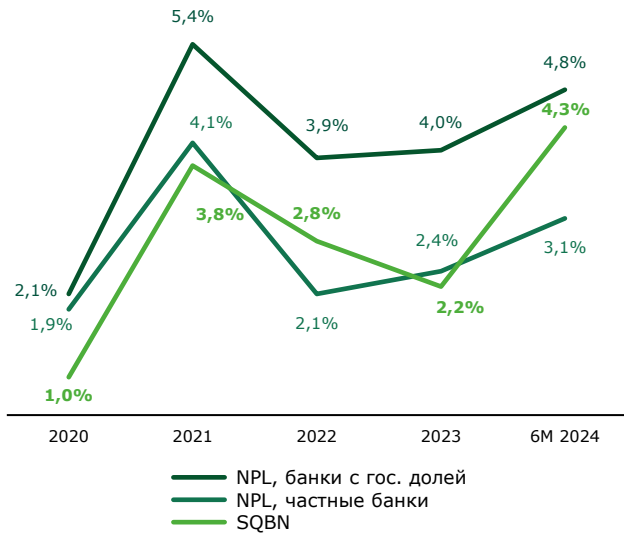
Обзор последних изменений:

(+) Финансовый результат

Чистая прибыль по итогам I квартала нынешнего года резко увеличилась на 99,2% и составила 339,7 млрд сум, что способствовало росту маржи чистой прибыли – 8,3% против 6,3% за аналогичный период прошлого года. Такая динамика сложилась за счёт роста доходов как от процентного, так и беспроцентного сегментов. Процентные доходы выросли на 65,8% и составили 62,2% от совокупного дохода банка, а беспроцентные – на 33,8%. В результате укрепления основных показателей в последнем квартале, рентабельность капитала (ROE) банка достигла отметки в 12,7% в годовом выражении. Средний показатель ROE за последние 5 лет составляет 12,1%.

(+) Рост кредитного портфеля

Активный рост выручки от процентного сегмента бизнеса связан с наращиванием корпоративного кредитования в ключевых сферах экономики Республики – производство и нефтегазовая промышленность с долями в 37% и 18% соответственно от совокупного объёма выданных банком кредитов. Сохраняя доминирующую позицию в корпоративном финансировании, банк будет постепенно привлекать компании малого и среднего бизнеса, а также ритейл, в целях диверсификации кредитного портфолио. К тому же, к концу мая стало известно, что банк планирует привлечь свыше \$3 млрд иностранных инвестиций в 2024-2025 году, что обеспечит ПСБ дополнительный капитал для выполнения стратегических задач по расширению рыночных долей. Согласно разработанной стратегии развития на 2024-2026 годы, ПСБ позиционирует себя также в качестве пионера рынка «зелёного» финансирования в стране. К концу мая месяца объём «зелёного» кредитного портфеля банка достиг \$567 млн. Менеджмент ожидает роста кредитования в данном направлении до \$750 млн. к 2026 году.

Рентабельность капитала, 2019-ТТМ

Доля проблемных кредитов, NPL

(+) На пути к приватизации

Банк продолжает находиться на стадии трансформации внутренних операций и механизмов управления с целью продажи мажоритарной доли капитала стратегическому инвестору. Правительство отложило сделку, изначально запланированную на 2023 год, на конец текущего года в связи с масштабом проводимого проекта. Рейтинговое агентство Fitch предполагает, что банку потребуется большой отрезок времени для осуществления поставленных задач. Fitch также отмечает, что настроения потенциальных инвесторов, заинтересованных в покупке доли в банке также формируются за счёт складывающейся геополитической неопределенности в регионе. Тем не менее, важным драйвером продажи государственной доли станет вхождение международных финансовых институтов в число акционеров в ближайших кварталах путём конвертирования имеющихся кредитов от таких организаций, как МВФ, ЕБРР и АБР.

(-) Увеличение уровня проблемных кредитов

Исторически, тренд показателя NPL у банка SQB совпадал с трендом рыночных показателей - как для государственных, так и для коммерческих банков. Спустя половину 2024 года, NPL банка значительно поднялся вверх (+2,9%) относительно уровня начала года, расположившись на отметке в 4,3%, слегка ниже среднего уровня сегмента банков с государственной долей (4,8%).

Модель оценки

Компания оценивалась на основе модели избыточной доходности (Excess Returns), при которой доходность акционеров рассчитывается как произведение собственного капитала и разницы между ROE и ставкой минимальной доходности, требуемой инвесторами относительно риск-профиля эмитента. Ключевым драйвером оценки стал тезис о трансформации операционной модели банка, которая продолжит способствовать укреплению маржинальности и рентабельности капитала относительно исторических уровней. ROE банка демонстрирует уверенный тренд роста в течение последних 18 месяцев, что указывает на положительный эффект от проводимых изменений. В связи с этим, мы предполагаем, что средний показатель ROE составит 13,5% в стадии активного роста и вырастет до 15% в терминальном периоде. Беря в расчёт среднюю ставку минимальной требуемой доходности в 25,1%, справедливая стоимость одной акции банка составляет 8,46 сум. С другой стороны, сравнивая рыночные мультипликаторы ПСБ с выборкой сопоставимых государственных банков по размеру, региону и рентабельности капитала, относительная оценка указывает на недооцененность акций банка на местном рынке. Медианный мультипликатор рыночной стоимости относительно балансовой стоимости (Price/Book) среди сопоставимых банков составляет 0,46x, тогда как ПСБ на данный момент торгуется по 0,27x от книжной стоимости. Комбинируя оба метода, целевая цена была скорректирована до 12,85 сум за акцию.

Ключевые показатели

Объём торгов, Q12024	394 млн	Выручка, ТТМ	12 476 млрд	EPS, ТТМ	4,44 UZS
Рыночная капитализация	2 432 млрд	Чистая процентная маржа, ТТМ	5,12%	EPS, 1 год	4,72 UZS
Номинал	19 UZS	Чистая прибыль, ТТМ	1 080 млрд	P/E	2,67x
52W high	11,4	Операционная маржа, ТТМ	33,9%	Forward P/E	2,12x
52W low	9,0	Маржа чистой прибыли, ТТМ	8,7%	P/B	0,27x
YTD performance, %	- 1,14%	ROE, ТТМ, %	12,7%	Forward P/B	0,25x
YoY performance, %	- 1,77%	ROA, ТТМ, %	1,4%	Дивиденд на акцию	-
Бета	0,81	Долг/Капитал	6,5x	Коэффициент выплаты дивидендов	-

*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.