

# ЧАБ «Трастбанк»

РЕКОМЕНДАЦИЯ

## SELL

 Тикер на UZSE: **TRSB**

 Последняя цена: **8500 UZS**

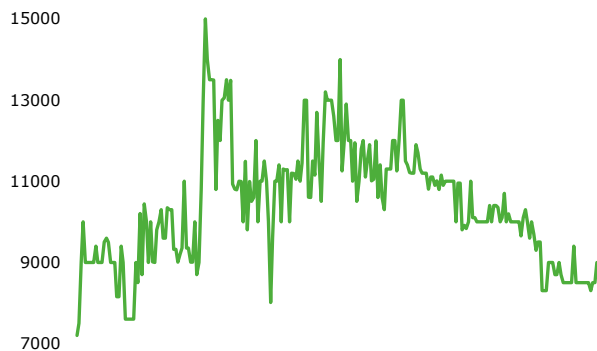
 Справедливая цена: **3974 UZS**

Потенциал роста: -

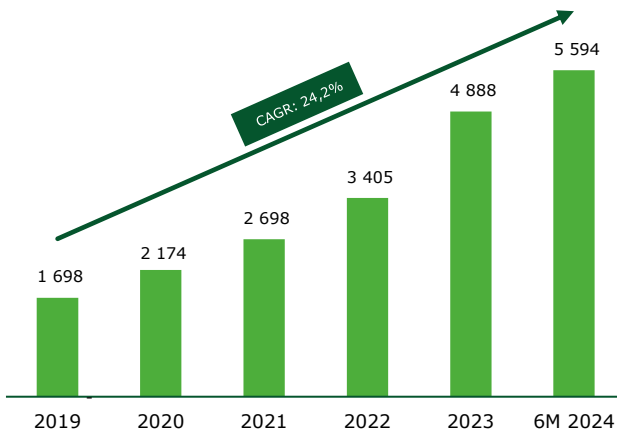


Динамика акций TRSB, 06/2023-06/2024

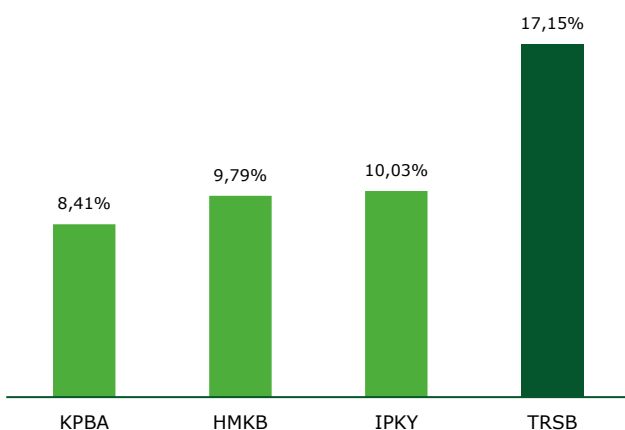
Цена закрытия, UZS



Кредитный портфель, 2019-6М2024



Чистый процентный доход/Кредитный портфель, 2023



**ЧАБ Трастбанк** – частный банк, созданный в 1994 году, предоставляет весь спектр банковских продуктов и услуг. Банк зарекомендовал себя в нише кредитования малого и среднего бизнеса, а также развитию исламского финансирования в Узбекистане. По итогам первого полугодия 2024 года, активы Трастбанка составили 10,3 трлн сум или 2% от всего банковского сектора. Кредитный рейтинг банка от Fitch находится на уровне «B» со «Стабильным» прогнозом.

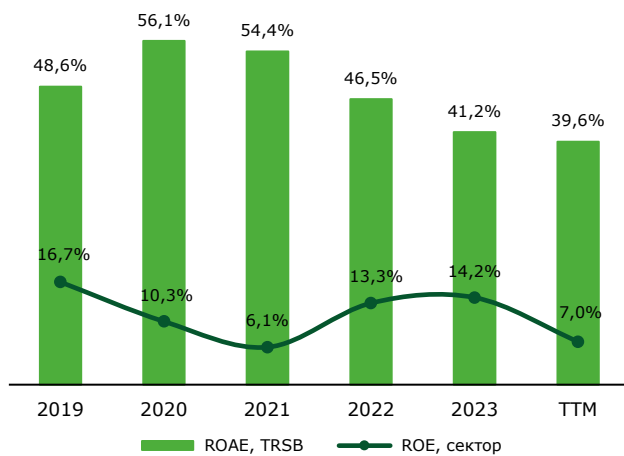
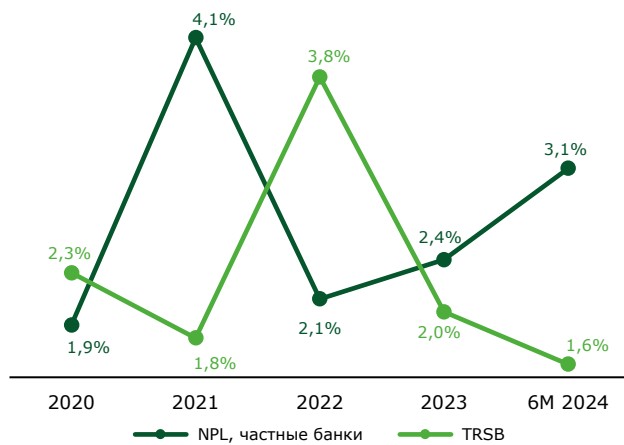
### Инвестиционный тезис:

#### (+) Кредитный и депозитный портфели

Несмотря на небольшой охват рынка кредитования, Трастбанк уверенно наращивает объём кредитного портфеля – по итогам I полугодия 2024 года, объём выданных банком кредитов составляет 5,4 трлн сум, что подразумевает 23,2% среднегодового роста за период последних пяти лет. За прошлый год банк значительно увеличил долю ритейла в кредитном портфеле: объём кредитов выданных физическим лицам увеличился с 30% в начале 2023 года до 47% к концу периода. База заёмных средств состоит главным образом из депозитов клиентов, отражая более долгосрочную/консервативную стратегию фондирования банка. Так, по состоянию на конец июня, депозитный портфель составил 7 трлн сум, тогда как средства от долгового финансирования в виде кредитов равнялись 142,7 млрд сум.

#### (+) Ключевые финансовые показатели

Трастбанк располагает конкурентным преимуществом в виде широкого спреда между ставками по выдаваемым кредитам и заёмным средствам. В 2023 году эффективная ставка по кредитам равнялась 16,95%, тогда как средневзвешенная ставка по депозитам клиентов составила всего 2,02%. Рост процентных доходов по кредитным операциям в сочетании с высокой ставкой по выдаваемым кредитам относительно ставки привлекаемых средств обеспечивал стабильно высокую чистую процентную маржу на протяжении последних пяти лет, которая находилась значительно выше показателей частных банков-конкурентов. По итогам 2023 года, маржа Трастбанка составила 17,15%, тогда как аналогичный показатель Ипак-Йули и Хамкорбанка равнялся 10,03% и 9,79% соответственно. Трастбанк также является одним из лидеров сектора по рентабельности капитала (ROE). Нормализованный ROE за последние 5 лет составил 29% при совокупном среднегодовом росте чистой прибыли в 31,2%. Таким образом, финансовые результаты выше средних показателей банков-конкурентов обеспечивают стабильность банка и способствуют росту бизнеса.

**ROAE, 2019-ТТМ**

**Доля проблемных кредитов, NPL**

**Дивидендные выплаты по простым акциям**

Дата	Дивиденд	% от номинала
Сентябрь, 2019	613	61,3%
Сентябрь, 2020	1014	101,4%
Ноябрь, 2021	250	25%
Май, 2022	1082	108,2%
Июль, 2022	123	12,3%
Май, 2023	143	14,3%
Сентябрь, 2023	1462	146,2%
Март, 2024	70	7,0%
Июнь, 2024	63	6,3%

**(+) Низкий уровень проблемных кредитов**

Исторически, показатель NPL Трстбанка был ниже среднего уровня для коммерческих банков. Спустя половину 2024 года, NPL банка находится на отметке 1,6%, расположившись заметно ниже среднего уровня сегмента банков с частной долей (2,7%). Однако, допустимо ожидать повышения NPL ввиду роста ритейла в кредитной базе банка.

**(-) Риск связанной стороны**

Трстбанк является одним из крупных акционеров Товарно-сырьевой биржи UZEX с долей в 19,1% на конец 2023 года. Банк имеет эксклюзивное право на сопровождение клиентов биржи в сделках в качестве посредника. Денежные депозиты участников клиринговой системы биржи, которые представляют из себя денежные залоги на специальных банковских счетах, хранятся в Трстбанке в размере 2,5 трлн сум или 75% от совокупных средств биржи. К тому же, по последним публично доступным данным, счета UZEX составляли 52% от суммарных обязательств Трстбанка на конец I полугодия 2023 года. В случае финансовых или операционных трудностей биржи, Трстбанк может столкнуться с риском недостаточного покрытия клиентских счетов. Помимо риска ликвидности, высококонцентрированная структура фондирования может ограничивать дальнейший рост кредитного портфеля банка.

**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 риска-профиля эмитента.

**Анализ**

Фундаментальный анализ показал, что акции банка сильно переоценены, несмотря на его способность генерировать положительные избыточные доходы при высоком показателе ROE и относительно низкой ставке стоимости капитала (ср. 20,4%). Основными факторами активной фазы роста являются увеличение объёмов кредитования розничного сегмента и поддержание маржи чистого процентного дохода на уровне среднего показателя за последние пять лет (18%). Средний ROE также останется на историческом уровне в 29%.

**Риски и прогнозы**

Однако, мы полагаем, что для финансирования роста в терминальном периоде банк будет вынужден привлекать дополнительные заёмные средства по более высоким ставкам для обеспечения роста и поддержания капитализации. В связи с этим, показатель ROE в терминальной фазе роста был снижен до 25%. В результате, справедливая цена составила 4633 сум за акцию.

**Сравнительный анализ**

Рыночный мультипликатор P/B также указывает на переоценку акций эмитента. Медианный P/B коэффициент среди сопоставимых по региону, размеру и доходности банков составляет 1,4x, в то время как TRSB торговался по 3,5x относительно своей балансовой стоимости.

**Заключение**

На основании результатов обоих методов, целевая цена была скорректирована до 3974 сум. Мы рекомендуем воздержаться от покупки акций банка по текущим ценам, а в случае наличия бумаг в инвестиционном портфеле – рекомендуем зафиксировать прибыль.

**Ключевые показатели**

Объём торгов, 1H 2024	<b>427 млн</b>	Выручка, ТТМ	<b>2 538 млрд</b>	EPS, ТТМ	<b>827 UZS</b>
Рыночная капитализация	<b>8 301 млрд</b>	Чистая процентная маржа, ТТМ	<b>16,7%</b>	EPS, 1 год	<b>889 UZS</b>
Номинал	<b>1000 UZS</b>	Чистая прибыль, ТТМ	<b>827 млрд</b>	P/E	<b>10,3x</b>
52W high	<b>15 000</b>	Операционная маржа, ТТМ	<b>70,6%</b>	Forward P/E	<b>9,6x</b>
52W low	<b>7 200</b>	Маржа чистой прибыли, ТТМ	<b>34,6%</b>	P/B	<b>3,6x</b>
YTD performance, %	<b>+18,1%</b>	ROAE, ТТМ, %	<b>39,6%</b>	Forward P/B	<b>2,8x</b>
YoY performance, %	<b>-39,3%</b>	ROA, ТТМ, %	<b>9,0%</b>	Дивиденд на акцию	<b>63 UZS</b>
Бета	<b>0,25</b>	Долг/Капитал	<b>1,1x</b>	Коэффициент выплаты дивидендов	<b>9,1%</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.