

АКБ «НАМКОРБАНК»

РЕКОМЕНДАЦИЯ

HOLD

Тикер на UZSE: **НМКВ**Последняя цена: **55,87 UZS**Справедливая цена: **49,98 UZS**

Потенциал роста: -



Инвестиционный тезис

АКБ «Хамкорбанк» остаётся одним из наиболее устойчивых и быстрорастущих частных банков Узбекистана, демонстрируя опережающие сектор темпы роста кредитного портфеля и стабильно высокую рентабельность капитала. Банк последовательно укрепляет позиции в розничном сегменте и МСБ, сохраняя диверсифицированную структуру доходов и высокую операционную эффективность.

Существенный рост котировок в течение 2025 года привёл к тому, что текущая рыночная цена в значительной степени отражает достигнутые фундаментальные улучшения. **На текущих уровнях потенциал дальнейшей переоценки акций в среднесрочной перспективе остаётся ограниченным.**

Динамика акций НМКВ

В 2025 году акции АКБ «Хамкорбанк» продемонстрировали существенное укрепление, увеличившись с **24,39 до 43,00 сум**, что соответствует доходности **+76,3%** с начала года. Эквивалентный средний геометрический темп роста составил около **4,8%** в месяц, указывая на формирование устойчивого восходящего тренда на протяжении большей части рассматриваемого периода.

При этом ценовая динамика носила выраженно неравномерный характер. В первом полугодии рост котировок был ограниченным (**+3,9%**), тогда как во втором полугодии темпы существенно ускорились — до **+69,6%**, что свидетельствует о смене рыночной фазы и смещении баланса спроса и предложения в пользу покупателей. Расчёт коэффициента ускорения показывает, что темпы роста во втором полугодии превышали динамику Н1 более чем в **18 раз**, отражая переход бумаги в фазу ускоряющегося роста.

Аналогичная асимметрия наблюдалась и в структуре торговой активности. Совокупный объём торгов акциями банка за 2025 год составил **48,15 млрд сум**, при этом **93,3%** общего оборота пришлось на второе полугодие. Концентрация оборотов во второй половине года подтверждает, что рост котировок сопровождался реальным притоком ликвидности, а не носил исключительно инерционный характер.

Волатильность акций остаётся повышенной, что характерно для бумаг, обращающихся на рынке с ограниченной ликвидностью. В условиях невысокой глубины торгов краткосрочные ценовые колебания могут быть выраженными и не всегда отражать фундаментальные изменения в деятельности эмитента. Дневная волатильность находилась на уровне около **3,3%**, тогда как годовая (annualized) — порядка **52,0%**.

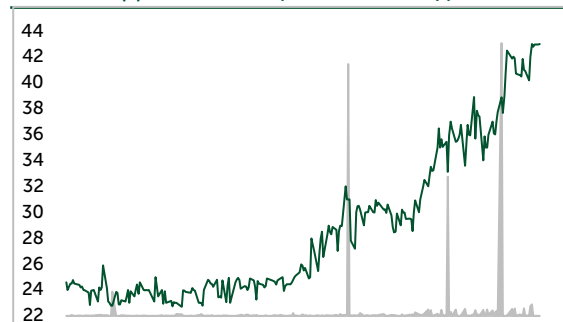
Финансовые результаты и операционная динамика

По итогам девяти месяцев 2025 года Банк демонстрирует устойчивый рост финансовых показателей на фоне расширения кредитного бизнеса и доходной базы, а также сохранения операционной эффективности.

Кредитный портфель банка достиг **21,9 трлн сум**, увеличившись с **18,0 трлн сум** за аналогичный период прошлого года. Прирост на уровне **21,3% г/г** существенно опережает средние темпы роста банковского сектора страны (**12,9%**). При этом по состоянию на конец III квартала реализована менее половины годового целевого ориентира (**45,5%**), что указывает на концентрацию основной части прироста во втором полугодии, прежде всего в IV квартале.

Фин. показатели, млрд сум	9М'24	9М'25
Процентные доходы	3 135,4	3 789,1
Беспроцентные доходы	6 226,3	3 169,4
Чистая прибыль	1 041,1	1 267,8
Кредитный портфель	18 033,2	21 872,9
Активы	26 472,7	32 479,3
Собственный капитал	4 781,9	6 267,5
EPS, сум	10,58	13,13
P/E	2,35x	2,36x
P/B	0,76x	0,70x
ROE	32,1%	29,8%
ROA	5,7%	5,6%
Капитализация	3 118,4	3 882,7
Объём торгов	1,7	18,9

Динамика акций за 2025 год



Доходность (%)	6М	9М	12М
НМКВ	54,1%	53,5%	52,8%

Кредитный портфель, трлн сум



Махаматжонзода Мухаммадидёр
Инвестиционный Аналитик
email: mahamatjonzoda@ffin.uz

Чистая прибыль за отчётный период достигла **1,27 трлн сум**, увеличившись на **21,8% г/г**, что отражает:

- рост процентных доходов (+20,9% г/г) на фоне увеличения объёма выдач,
- сохранение высокой доходности новых кредитов,
- контролируемый уровень операционных расходов.

ROE остаётся на высоком уровне и составляет **~29,8%**, что существенно превышает среднерыночные показатели.

Факторы нормализации показателей

Наряду с сильной операционной динамикой, структура финансовых результатов указывает на переход к фазе постепенной нормализации:

- Беспроцентные доходы сократились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года вследствие эффекта высокой базы 2024 года, сформированной на фоне повышенной волатильности валютного рынка в 2025 году. Тем не менее, основные операционные компоненты (комиссионные и коммерческие доходы) сохраняют относительную стабильность и способствуют диверсификацию выручки.
- Процентная маржа и ее траектория в среднесрочной перспективе может быть чувствительна к изменениям денежно-кредитной политики. Потенциальное смягчение ДКП может стать фактором для умеренной корректировки маржи при сохранении объёмов бизнеса.

Таким образом, текущие результаты отражают пик операционной эффективности в рамках текущего цикла роста, после которого ожидается переход к более умеренным темпам развития.

Оценка

Оценка стоимости акций АКБ «Хамкорбанк» основана на прогнозе финансовых показателей на период 2025–2030 годов и предполагает постепенную нормализацию рентабельности банка по мере созревания текущего цикла роста. Пересмотр справедливой стоимости по сравнению с предыдущей оценкой в значительной степени обусловлен обновлением базы расчёта, а именно увеличением балансовой стоимости собственного капитала банка на последнюю отчётную дату, при том что ключевые предпосылки модели и долгосрочные параметры рентабельности остались без существенных изменений.

В рамках основного сценария средний показатель ROE принят на уровне **~28,0%**, что соответствует нижней границе ориентиров менеджмента, с последующим снижением до **24%** в терминальном периоде. Требуемая доходность инвестора (стоимость капитала) в терминальном периоде оценивается на уровне **23,5%**, долгосрочный темп роста — **5,5%**.

Допущения относительно ROE также учитывают вероятное смягчение ДКП в среднем сроке, что может отразиться в постепенном сжатии процентной маржи.

Дополнительным фактором, влияющим на параметры оценки, остаётся регуляторная среда. В условиях поэтапного внедрения стандартов **Базель III**, направленных на повышение качества капитала и усиление требований к управлению рисками, формируются более консервативные предпосылки для долгосрочной рентабельности банковского сектора.

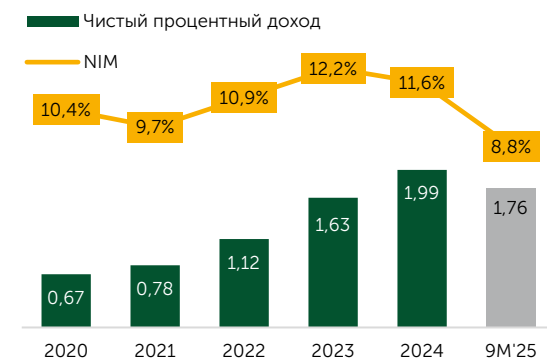
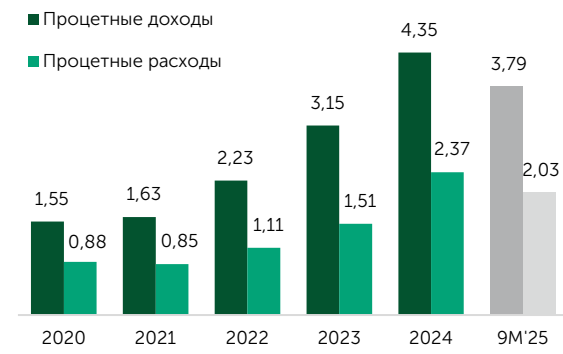
На основе указанных предпосылок была рассчитана приведённая стоимость будущих доходов банка, а также терминальная стоимость капитала. Полученная справедливая стоимость акций составляет **49,98 сум** за акцию.

Рекомендация

С учётом того, что рыночная цена акций находится вблизи справедливой стоимости, а ключевые фундаментальные драйверы роста в значительной степени отражены в котировках, потенциал роста с фундаментальной точки зрения в среднесрочной перспективе остаётся ограниченным. В отсутствие явных краткосрочных катализаторов для дальнейшей переоценки, акции оцениваются с рекомендацией **HOLD**.

Рекомендация подразумевает сохранение позиции для текущих инвесторов, но не предполагает наращивание доли на текущих ценовых уровнях.

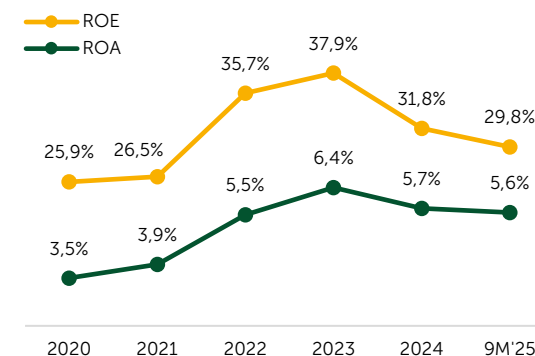
Динамика процентного дохода, трлн сум



Чистая прибыль и её рентабельность



Рентабельность бизнеса



Отчет от финансовом положении, млрд UZS	2020	2021	2022	2023	2024	9М' 25
Кассовая наличность	555	493	1 568	1 274	1 381	1 327
К получению из ЦРБУ	874	1 079	994	447	352	755
К получению из других банков	1 200	157	855	1 238	3 928	4 016
Счета купли и продажи	172	716	1 152	1 108	2 054	2 496
Кредиты и лизинговые	7 002	9 219	11 206	15 570	18 779	21 873
Итого активов	10 463	12 422	16 721	20 980	28 708	32 479
Депозиты до востребования	1 635	1 889	3 050	3 589	4 999	5 334
Срочные депозиты	1 892	2 527	3 852	4382	6 634	8 100
К оплате в ЦРБУ	-	-	0,03	2,37	0,07	21
К оплате в другие банки	295	201	567	347	1 323	1 855
Кредиты к оплате	4 624	5 274	5 801	7 842	9 176	9 396
Итого обязательств	8 985	10 495	14 151	17 222	23 547	26 212
Уставной капитал	108	108	108	323	647	647
Добавленный капитал	78	78	78	78	78	78
Резервный капитал	544	719	961	1 460	1 459	1 459
Нераспределенная прибыль	749	1 023	1 424	1 897	2 978	4 084
Собственный капитал	1 478	1 928	2 570	3 758	5 161	6 268
Обязательства и капитал	10 463	12 422	16 721	20 980	28 708	32 479

Отчет о прибыли и убытках, млрд UZS	2020	2021	2022	2023	2024	9М' 25
Процентные доходы	1 549	1 628	2 229	3 146	4 354	3 789
Процентные расходы	880	845	1 114	1 513	2 368	2 030
Чистые процентные доходы до PLL	670	783	1 115	1 633	1 985	1 759
Оценка возможных кр.убытков (PLL)	421	579	854	1 242	1 400	1 162
Беспроцентные доходы	669	1 586	2 613	3 597	7 587	3 169
Беспроцентные расходы	235	1 017	1 655	2 253	5 827	1 488
Операционные расходы	425	590	832	1 102	1 414	1 294
Прибыль до налогообложения	431	559	971	1 483	1 747	1 550
Налог на прибыль	92	108	168	283	328	282
Чистая прибыль	339	451	803	1 200	1 419	1 268

Ключевые финансовые коэффициенты						
Net Profit Margin	15,3%	14,0%	16,6%	17,8%	11,9%	18,2%
Net Profit Growth	12,3%	33,1%	78,1%	49,5%	18,2%	21,8%
Geometric Average Growth*	33,5%	22,3%	54,0%	63,2%	32,9%	17,7%
ROE	25,9%	26,5%	35,7%	37,9%	31,8%	29,8%
ROA	3,5%	3,9%	5,5%	6,4%	5,7%	5,6%
Loan/Deposit Ratio	2,0X	2,1X	1,6X	2,0X	1,6X	1,6X

*Geometric Average Growth (CAGR) — это среднегодовой темп роста показателя за период, рассчитанный как среднеегеометрическое значение, которое показывает, каким постоянным годовым темпом показатель рос бы от начального до конечного значения.

*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. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Выбор ценных бумаг в качестве объекта инвестирования и соответственно последствия этого выбора являются риском инвестора.