

Welcome To The World of BONDS!

22.07.2026



O'ZMILLIYBANK

Обзор компании Joint Stock Company National Bank of Foreign Economic Activity of the Republic of Uzbekistan

Подотрасль	Диверсифицированные банки
Выпуск	NBUZB/7,20/2030
ISIN	XS3107110390
Валюта	Доллар США
Объем в обращении/мин. лот	\$300 млн / \$200 000
Купонная ставка	7,20%
Доходность к погашению	6,28%
Дата погашения	17.07.2030
Кредитные рейтинги	Moody's: Ba2 (Stable) S&P: BB (Stable) Fitch: BB (Positive)

Финансовые показатели,

\$ млн –

2021

2022

2023

2024

2025

Данные компании

Ссуды клиентам, нетто	6 652	7 633	7 682	7 939	7 850
Рост (брутто)	18,3%	16,6%	1,2%	3,7%	-2,4%
Свободные средства	940	2 178	1 165	1 426	2 530
Доля в активах	11,5%	20,2%	11,4%	13,5%	21,8%
Депозиты клиентов	2 052	3 470	2 753	2 986	4 183
Фин. обязательства	4 813	5 842	5 954	5 960	5 695
Собственный капитал	1 245	1 463	1 498	1 552	1 710
Финансовый леверидж	6,5	7,4	6,8	6,8	6,8
Долг/Капитал	3,9	4,0	4,0	3,8	3,3
Процентные доходы	512	789	903	972	1 055
Чистая процентная маржа	3,4%	4,0%	3,9%	4,1%	4,1%
Чистая прибыль	112	308	197	206	221
ROE	9,0%	22,8%	13,3%	13,5%	13,6%
ROA	1,4%	3,3%	1,9%	2,0%	2,0%
Резервы/Проц. Доходы	24,8%	27,3%	18,9%	23,6%	10,2%

Мы в телеграме <https://t.me/halykfinance>Наш корпсайт <https://halykfinance.kz/research/?lang=ru>

ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

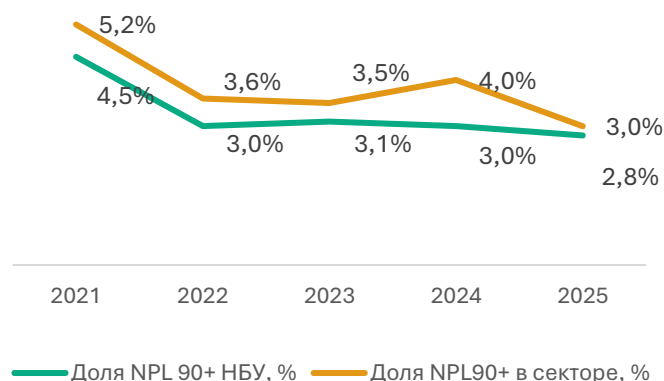
Описание компании

«АО «Национальный банк внешнеэкономической деятельности Республики Узбекистан» (НБУ) — крупнейший банк страны, на который приходится около четверти активов банковской системы Узбекистана, и ключевой институт реализации государственной экономической политики. Банк принадлежит Министерству экономики и финансов и Фонду реконструкции и развития Республики Узбекистан, действуя одновременно как экспортно-импортный банк, банк проектного финансирования и универсальный коммерческий банк. НБУ финансирует инфраструктурные и промышленные проекты, поддерживает малый и средний бизнес, развивает розничное и ипотечное кредитование, а также обеспечивает финансовое сопровождение внешнеторговых операций узбекских компаний. Около половины кредитного портфеля приходится на проекты в приоритетных для государства отраслях, что формирует широкий и диверсифицированный, но тесно связанный с госполитикой профиль деятельности банка. Fitch и S&P Global Ratings присваивают НБУ рейтинги «BB»/«BB» (позитивный/стабильный прогноз), отмечая критическую роль банка для экономики Узбекистана и высокую вероятность поддержки со стороны государства в случае необходимости; банк ни разу не допускал дефолта по внешним обязательствам.

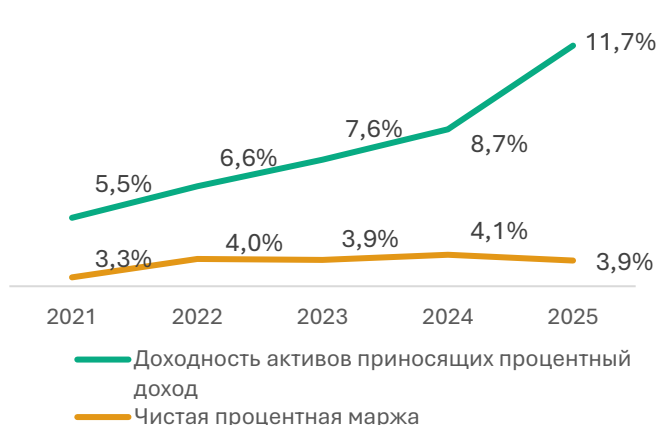
Структура кредитного портфеля



Качество кредитного портфеля в сравнении с сектором



Доходность активов банка



Коэффициент достаточности капитала



КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Балансовый отчет, \$ млн	2021	2022	2023	2024	2025	% изм. 2025/2024
Высоколиквидные средства	940	2 178	1 165	1 426	2 530	77,4%
Ссуды клиентам, нетто	6 652	7 633	7 682	7 939	7 850	-1,1%
Инвестиционные ЦБ	103	156	579	576	282	-51,0%
Прочие активы	446	837	826	648	968	92,1%
Активы	8 141	10 804	10 251	10 588	11 630	9,8%
Средства клиентов	2 052	3 470	2 753	2 986	4 183	40,1%
Фин. обязательства	4 813	5 842	5 954	5 960	5 695	-4,5%
Прочие обязательства	30	29	46	90	43	-52,9%
Обязательства	6 896	9 341	8 753	9 037	9 920	9,8%
Уставный капитал и резервы	1 138	1 290	1 264	1 264	1 407	11,3%
Нераспр. прибыль и резервы	93	171	230	282	292	3,5%
Доля неконтролирующих акционеров	14	2	4	6	12	50%
Капитал	1 245	1 463	1 498	1 552	1 710	-10,2%
Рост ссудного портфеля (брутто)	18,3%	16,6%	1,2%	3,7%	-2,4%	
Чистая процентная маржа	3,3%	4,0%	3,9%	4,1%	4,1%	
Финансовый леверидж	6,5	7,4	6,8	6,8	6,8	

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн	2021	2022	2023	2024	2025	% изм. 2025/2024
Процентные доходы	512	789	903	972	1 055	8,6%
Процентные расходы	-201	-313	-432	-507	-555	9,3%
Резервы на потери по ссудам	-127	-215	-170	-230	-107	-53,4%
Чистая проц. прибыль	184	261	301	234	393	67,8%
Непроцентные доходы/расходы	65	272	134	254	161	-36,7%
Операционные расходы	-113	-136	-175	-213	-258	21,2%
Прибыль до налогообложения	136	397	260	275	296	7,7%
Расходы по налогу на прибыль	-24	-89	-63	-69	-75	8,4%
Чистая прибыль	112	308	197	206	221	7,4%
Резервы/Процентные доходы	24,8%	27,3%	18,9%	23,6%	10,2%	-
ROE	9,0%	22,8%	13,3%	13,5%	13,6%	-
ROA	1,4%	3,3%	1,9%	2,0%	2,0%	-

Пояснение к отчетности

По итогам 2025 года чистая прибыль НБУ выросла на 7,4% г/г, до \$221 млн, при этом активы банка увеличились на 9,8%, до \$11 630 млн. Кредитный и лизинговый портфель нетто составил \$7 850 млн — около 67,5% от активов, из которых 61,7% номинировано в иностранной валюте. В структуре операционных расходов (\$258 млн) почти половина (48,8%) пришлась на расходы на персонал — довольно высокая доля, отражающая масштаб филиальной сети банка. Капитал банка при этом сократился на 10,2% г/г, а финансовый леверидж и ROE остались на том же уровне, что и в 2024 году.

Структура фондирования, \$ млн



Структура источников фондирования по валютам



Долговые метрики и стоимость фондирования



Анализ кредитного профиля эмитента

Кредитный профиль НБУ характеризуется высокой концентрацией фондирования в двух источниках — кредитах и лизинговых операциях к оплате и рыночном долге. Банк по-прежнему остаётся крупнейшим получателем финансирования от China Development Bank (свыше \$1 600 млн в рамках 16 кредитных линий) и China EximBank. Такая диверсификация по кредиторам (IFC, ADB, EBRD, KfW, OPEC Fund, Korea Eximbank, China Development Bank) снижает концентрационный риск и зависимость от единственного источника рефинансирования. Доля обязательств в иностранной валюте достигает 88% от совокупного фондирования. Это создаёт структурную зависимость банка от притока твёрдой валюты для обслуживания долга, что частично компенсируется тем, что заметная часть кредитного портфеля также номинирована в иностранной валюте. Позитивная динамика рейтингов в 2025 году напрямую транслировалась в снижение стоимости привлечения на публичном рынке: купон по июльскому размещению 2025 года снизился на 130 бп по долларовому траншу и на 192 бп по сумовому относительно размещения 2024 года, а спред к суверенным бумагам Узбекистана впервые заметно сузился — на 50 и 105 бп соответственно.

Инвестиционные драйверы

Каскадное повышение рейтингов вслед за суверенным профилем.	НБУ – крупнейший квазисуверенный банк Узбекистана, чей рейтинг структурно привязан к рейтингу государства. За последние 12 месяцев произошла серия апгрейдов: Fitch повысило суверенный рейтинг Узбекистана с «BB–» до «BB» (июнь 2025), S&P до «BB» (ноябрь 2025), а Moody's с «Ba3» до «Ba2» (25 июня 2026), сославшись на укрепление институтов, снижение бюджетного дефицита до ~2% ВВП и успешный двойной листинг Национального инвестиционного фонда Узбекистана (~\$691 млн привлечено). Это транслировалось напрямую в кредитный профиль НБУ. 1 июля 2026 Moody's повысило долгосрочный депозитный рейтинг банка до «Ba2» с «Ba3», а базовую оценку кредитоспособности (BCA) – до «Ba3» с «B1», отметив чистую прибыль банка за 2025 год в \$221 млн при рентабельности материальных активов 2,0%.
Статус квазисуверенного заёмщика с высокой вероятностью господдержки.	Fitch присваивает НБУ Government Support Rating на уровне рейтинга банка, обосновывая это стопроцентной государственной собственностью, системной значимостью банка (около 15% активов сектора) и его ролью ключевого кредитора стратегических отраслей. Низкая стоимость поддержки относительно суверенных резервов делает такую поддержку правдоподобной в кризисном сценарии.
Устойчиво более высокое качество кредитного портфеля относительно сектора.	На протяжении всего периода 2021–2025 гг. доля NPL 90+ у НБУ стабильно ниже среднего показателя по сектору, при этом NPL банка снижался быстрее и последовательнее, чем средний показатель в секторе в целом. Это говорит о более качественной риск-политике крупнейшего банка страны, несмотря на его директивную роль и масштаб портфеля.
Значительный избыточный запас капитала над регуляторным минимумом и средним по сектору.	Общий коэффициент достаточности капитала НБУ составляет 19,0% против регуляторного минимума в 13,0% и среднего уровня по сектору в 18,3%. Такой запас капитала позволяет банку покрывать возможные кредитные потери без помощи государства.

РИСКИ

Ключевые риски

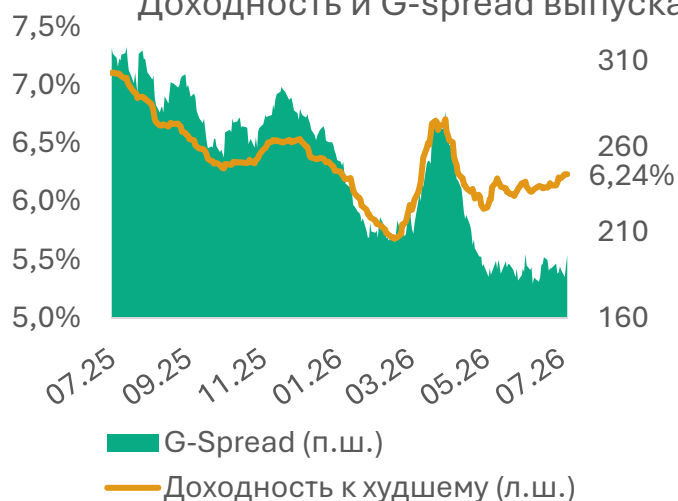
Высокая концентрация государственного и институционального фондирования.	Fitch указывает, что государственное и институциональные фондирование формируют порядка 84% совокупных обязательств банка — при развороте государственной политики поддержки или ухудшении доступа к оптовому финансированию рефинансирование может оказаться под давлением быстрее, чем у банков с диверсифицированной депозитной базой.
Governance-риски	И Fitch, и Moody's отдельно выделяют существенное вовлечение государства в советы директоров, операционную деятельность и стратегические решения госбанков Узбекистана как структурный сдерживающий фактор рейтинга — прозрачность и независимость корпоративного управления остаются ниже медианы сопоставимых стран даже после реформ.
Зависимость от суверенного риска и потолка странового рейтинга.	Поскольку рейтинг НБУ юридически и методологически привязан к рейтингу Узбекистана (country ceiling), любое ухудшение суверенного профиля — например, из-за более быстрого роста внешнего/бюджетного долга или реализации условных обязательств госпредприятий (~25% ВВП, по оценке Moody's) механически транслируется в рейтинг банка, независимо от его собственных операционных показателей.

ОБЗОР ВЫПУСКА

Основные сведения о выпуске

Рынок	Euro-Dollar
Тип выпуска	Sr Unsecured
Встроенные опционы	Да
Дата погашения	17.07.2030
Количество лет до погашения	3,99
Купон	7,20%
Периодичность купона	Раз в полгода
Дюрация	3,34
Доходность к погашению	6,28%
Доходность к худшему	6,23%
G-Spread	190,40
Текущая цена	103,20

Доходность и G-spread выпуска



Карта доходностей аналогичных выпусков

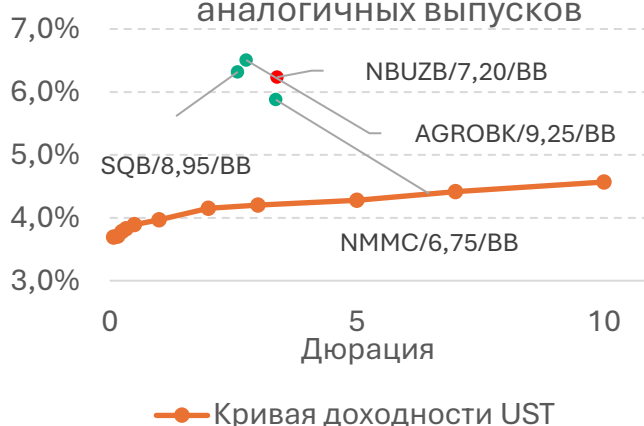


График досрочного погашения

Период	Цена от номинала
17.07.2030	100
17.04.2030	Call

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Инвестиции в облигации связаны с кредитным, процентным и рыночным рисками, включая риск неисполнения эмитентом обязательств по выплате основного долга и вознаграждения. Стоимость облигаций может изменяться как в сторону увеличения, так и уменьшения. Инвестиции в еврооблигации связаны с кредитным, рыночным, процентным и валютным рисками. Изменения валютных курсов и рыночных условий может привести к снижению стоимости инвестиций и возникновению убытков.

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. + HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».