

**Выпуски облигаций**

	Цена	YTM	Объем в млн
USD ATIB 5.5% <sup>1</sup> нояб-2025	104.6	4.3%	\$300

**Рейтинги**

	Рейтинг	Прогноз	Дата
Moody's	B1	Позитивн.	8 июл 21
S&P	BB-	Стабильн.	4 июн 21
Fitch	BB-	Стабильн.	30 июн 21

**Структура собственности**

Министерство финансов РУ	92.5%
Прочие юридические и физические лица	5.0%
АО "O'zbekneftgaz"	2.5%

**Основные финансовые показатели**

в млрд сум	2019	2020	6М2021*
Чистый процентный доход	1 035	1 410	879
Доходы от комиссии и платы за	255	312	165
Резервы на потери займов	-275	-610	-687
Прибыль до уплаты налогов	411	511	538
Чистая прибыль	339	406	409

**Общий баланс**

Кредиты брутто	19 840	24 345	26 195
Резерв возможных убытков	307	684	898
Депозиты	7 936	9 211	10 582
Обязательства	20 296	28 564	29 663
Собственный капитал	3 551	4 040	4 682

**Показатели Рейтинга**

	2019	2020	6М2021*
РПЗ % Валовые кредиты	1.5%	2.8%	3.5%
Проблемные кредиты %	-	-	-
Валовые кредиты	2.0%	7.7%	-
РПЗ % Проблемные кредиты	-	-	-
Коэффициент достаточности капитала 1-го уровня	19.2%	13.2%	11.9%
Собственный капитал/Обязательства	17.5%	14.0%	15.8%
Собственный капитал/Финансовые активы	-	-	-
Коэффициент ликвидности	-	-	-
Чистая процентная маржа	5.2%	5.8%	3.5%
Соотношение затрат и доходов	0.49x	0.5x	0.47x
ROE	9.6%	12.1%	8.7%
ROA	1.8%	1.5%	1.2%

\* Неаудированная отчетность

Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Минимальное допустимое значение коэффициента достаточности капитала - 10%

Доходности облигаций, указанные в таблице, и доходности на момент могут отличаться в зависимости от запрашиваемого объема облигаций и ликвидности на рынке. Доходности и цены от номинала по состоянию на 24 сентября 2021 г.

**Мы рекомендуем Покупать еврооблигации Ипотека Банка** – пятого по размеру активов и ссудного портфеля банка в Узбекистане. Существенная государственная доля владения является гарантом его устойчивости и обеспечивает государственное и гарантированное государством финансирование со стороны международных финансовых институтов. Чистая прибыль в 1П2021 г. выросла в 1.7 раза г/г за счет роста комиссионных доходов (в 1.2 раза), что указывает на устойчивость деятельности банка и его прибыльность. Кредитные и валютные риски также нивелируются за счет фондирования банка государством и высокого уровня обеспечения займов недвижимостью (62.6% на конец 2020 г.). Доходность еврооблигаций Ипотека Банка составляет 4.3%.

**Кредитный портфель банка демонстрирует уверенный рост.** Согласно аудированной отчетности за 2020 г., кредитный портфель вырос на 25.4% до 25,549 млрд сум (с учетом начисленных провизий 24,345 млрд сум).

По данным Центрального Банка РУ кредитный портфель Ипотека банка составляет 75% от совокупных активов банка<sup>1</sup> (83.9% в 2019 г.). По размеру портфеля Ипотека банк сместился с 4 позиции в 2019 г. (9.4% от совокупного портфеля коммерческих банков) на 5 позицию в 2020 г. (8.8% от совокупного портфеля коммерческих банков), уступив 4 позицию Агробанку.

Основной вклад в рост портфеля внесли отрасль кредитования малого бизнеса (+48.4% г/г) и жилищные займы (+66.3% г/г). Их доли в структуре кредитного портфеля составили 37.1% (31.4% в 2019 г.) и 33.6% (25.4% в 2019 г.), соответственно. В 2020 г. наблюдается удвоение портфеля потребительского кредитования до 1,730 млрд сум, что сказалось на увеличении доли направления в портфеле кредитов банка с 4% до 6.8%.

На конец 2020 г. 32.4% ссудного портфеля составляли займы, выданные в иностранной валюте (29.1% в 2019 г.). Особенно существенную динамику роста продемонстрировали кредиты, выданные в EURO, увеличившись в 1.8 раз за год с 4.2% до 9.5% в структуре портфеля кредитов. В случае существенного ослабления узбекского сумма, заемщики банка, доходы которых формируются в национальной валюте, могут столкнуться со сложностями по обслуживанию своих обязательств. Так, за 2020 г. курс узбекского сума ослаб на 10% г/г до 10 477 сум за доллар США (ослабление на +14% в 2019 г.). За первое полугодие 2021 г. сум к доллару обесценился еще на 4.2% г/г до 10,605 сум.

Что же касается кредитов, которые обслуживаются клиентами в валюте из-за границы (денежные переводы трудовых мигрантов из РФ), то волатильность российского рубля, неустойчивое экономическое развитие РФ, сложная эпидемиологическая обстановка также представляют существенные риски ухудшения платежеспособности клиентов банка. Так, по сравнению с 2019 г., в 2020 г. объем трансграничных переводов в Узбекистан сократился на 6.2% и составил \$4.4 млрд.

Банк демонстрирует снижение риска концентрации портфеля, поскольку на конец 2020 г. на топ-10 заемщиков приходилось всего 20% портфеля, в то время как в 2019 г. концентрация составляла 37% от портфеля кредитов.

За 1П2021 г. кредитный портфель банка (брутто) вырос на 7.8% до 26,195 млрд сум, увеличив долю портфеля в структуре совокупных активов до 76.3%. По величине кредитного портфеля Ипотека банк сохранил 5 позицию с 8.7% от совокупного кредитного портфеля коммерческих банков Узбекистана. Активы банка с начала года выросли на 6.0% и достигли 34,344 млрд сум (\$3 238 млн) или (8.7% от доли всех активов сектора). По состоянию на 1 апреля 2021 г. структура кредитного портфеля (брутто), который составил 24,429 млрд сум, на 43% представлен розничными кредитами (40.5% в 2020г.) и на 23% кредитами в промышленном секторе страны (33.1% в 2020 г.). Торговля и услуги занимают 9.0% (9.0% в 2020 г.).

**Доля неработающих займов выросла, но остается пока незначительной.** Согласно данным ЦБ РУ, доля NPL90+ выросла с 2.3% (2.6% согласно аудированной отчетности) в 2020 г. до 3.8% (4.4% по данным банка) на конец 1П2021 г. Однако необходимо отметить, что если с начала года портфель кредитов банка вырос на 7.8, то темп роста размера

NPL с начала года составил 83.6%. NPL в 2020 г. относительно предыдущего года увеличился на 79.3%. С учетом такой динамики можно предположить, что банк столкнется с необходимостью увеличить объемы провизирования, что отразится на темпах кредитования из-за иммобилизации средств на эти цели, а также на собираемости процентных доходов клиентов. Резервы на обесценение в 2020 г. увеличились в 2.2 раза г/г и составили 1,203 млрд сум. Резервы на обесценение кредитного портфеля в 1П2021 г. увеличились в 2.7 раза и составили 687 млрд сум. Покрытие NPL в 2020 г. увеличилось до 189% со 153% годом ранее.

**Диверсифицированные источники финансирования.** В 2020 г. основными источниками фондирования банка были вклады клиентов, которые составили 32.4% или 9,211 млрд сум (+16.1% г/г) и 53.2% или 15,117 млрд сум (+31.1% г/г) – займы у международных, государственных институтов. Банк имеет доступ к дешевому долгосрочному финансированию со стороны государства и со стороны международных институтов за счет гарантий государства. Порядка 11% или 3,149 млрд сум составляют долговые обязательства банка, куда входят евробонды и депозитные сертификаты (14,850 млн в 2019 г.). При этом база фондирования в долларах США составила 33.3% (24.6% в 2019 г.), а в ЕВРО 11.1% (6.9% в 2019 г.).

**Уровень ликвидности на оптимальном уровне.** За 2020 год наблюдался двукратный рост денежных средств и эквивалентов до 5,148 млрд сум (доля в структуре баланса 15.8%). Дебиторская задолженность коммерческих банков по состоянию на конец 2020 г. возросла более чем в 2 раза и составила 1,810 млрд сум (доля в структуре баланса 5.6%). Доля долговых обязательств (ЦБ) в структуре активов выросла в 6 раз и составила 776.8 млрд сум или 2.4% от суммы активов. Уровень ликвидных активов за 2020 г. вырос до 23.7% с 15.1% годом ранее. Уровень наиболее ликвидных активов в структуре активов баланса на конец 1П2021 составил порядка 18.4%.

**Достаточность капитала выше уровня пруденциальных нормативов ЦБ РУ.** В результате роста акционерного капитала на 9.5% с начала 2021 года и капитализации нераспределенной прибыли в размере 1,119 млрд сум капитал банка вырос до 4,682 млрд сум<sup>2</sup> (4,443 млрд сум по данным банка). Коэффициент достаточности капитала сократился с 25.6% в 2019 г. до 17% в 2020 г. при минимальном нормативном значении 13%. По состоянию на конец 1П2021 г. коэффициент достаточности капитала составил 14.4%.

**Чистая прибыль растет благодаря комиссионным доходам.** Чистые процентные доходы до оценки возможных убытков по кредитам увеличились на 27.8% г/г до 878.9 млрд сум. Однако за счет существенного роста резерва по возможным убыткам по кредитам и лизингу в размере 686.9 млрд сум (252.3 млрд сум в 1П2020 г.) чистые процентные доходы сократились на 41.3% г/г и составили 164.5 млрд сум. При этом комиссионные доходы выросли в 1.2 раза и составили 719.5 млрд сум (331.8 млрд сум в 1П2020 г.). Таким образом, чистый доход до операционных расходов составил 884 млрд сум (611.9 млрд сум в 1П2020 г.). Чистая прибыль за 1П2021 г. выросла в 1.7 раза г/г и составила 408.6 млрд сум (238.4 млрд в 1П2020 г. и 405.6 млрд сум в 2020 г.).

В результате роста собственного капитала рентабельность капитала (ROE) увеличилась с 9.3% в 2019 г. до 12.1% в 2020 г. ROE по состоянию на конец 1 полугодия текущего года снизился и составил 8.7% (10.0% в целом по банковскому сектору). Соотношение затрат и доходов в целом остается на неизменном уровне и составляет 0.49 в 2019 г. против 0.50 в 2020 г. В 1П2021 г. показатель составил 0.47 раз.

**В результате реформ и восстановления деловой активности ожидается ускорение темпов роста банковского сектора и расширение его влияния на экономику.** По итогам 1П2021 г. реальный рост экономики Узбекистана составил 6.2% г/г. По данным ЦБ РУ, на конец 2020 г. активы банков к ВВП составляли 63.1%, а кредиты к ВВП – 47.7%. По нашей оценке, на конец июня 2021 г. доля активов банков к ВВП<sup>3</sup> составила 61.5%, а доля кредитов к ВВП – 46.7%. По данным Центрального Банка Узбекистана, за 1П2021 г. рост ссудного портфеля банков составил 22.7% г/г (+8.5% с начала года), а депозитов – 28.4% (+9.9% с начала года).

<sup>1</sup> По данным Центрального банка Республики Узбекистан

<sup>2</sup> По данным Центрального банка Республики Узбекистан

<sup>3</sup> Из расчета ВВП за 2П2020 г. и 1П2021 г. в номинальном выражении 643,711 млрд сум

В связи с продолжением реализации масштабных реформ по либерализации экономики Узбекистана, а также в результате восстановления деловой активности в стране ожидается сохранение высоких темпов роста банковского сектора, т.к. охват экономики банковским сектором все еще не достиг своего полного потенциала, учитывая размеры и потенциал роста экономики, а также количество населения страны.

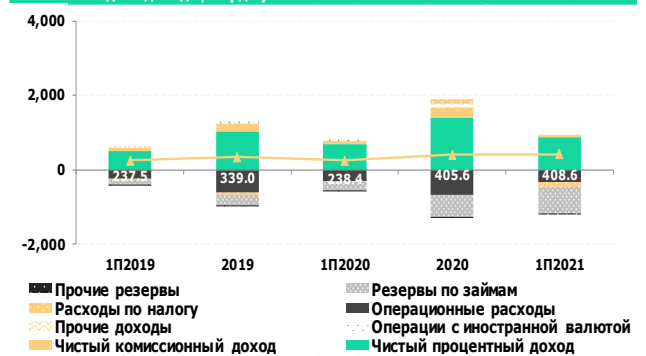
Основной уязвимостью банковского сектора Узбекистана является его высокая долларизация: на 1 июля 2020 г. доля кредитов, выраженных в иностранной валюте, составила 50.1% (49.9% на конец 2020 г.), а доля вкладов в валюте находилась на уровне 40.4% (43.1% на конец 2020 г.). Существенное ослабление сума по отношению к доллару США может оказать давление на реальные доходы населения, на рост экономики страны и устойчивость банковского сектора страны.

Рис. 1. Отчет о прибылях и убытках

в млрд сум	2019	2020	г/г	1П2020	1П2021	г/г
Процентные доходы	1,953	2,545	30.3%	1,169	2,163	85.0%
Процентные расходы	- 918	- 1,135	23.7%	- 482	- 1,284	166.6%
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>1,035</b>	<b>1,410</b>	<b>36.2%</b>	<b>688</b>	<b>879</b>	<b>27.8%</b>
Чистый комиссионный доход	208	255	22.9%	89	49	-45.1%
Прочие доходы	31	48	54.7%	27	-	
Операции с иностранной валютой	37	63	72.1%	29	138	383.3%
Операционные расходы	- 619	- 665	7.4%	- 292	- 346	18.7%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>691</b>	<b>1,114</b>	<b>61.1%</b>	<b>541</b>	<b>533</b>	<b>-1.4%</b>
Расходы под обесценение по займам	- 275	- 610	121.8%	- 252	-	
Расходы под обесценение по лизингу и прочие расходы на резервы	- 6	- 9	63.8%	- 6	-	
<b>Чистая прибыль до налогов</b>	<b>411</b>	<b>511</b>	<b>24.4%</b>	<b>282</b>	<b>538</b>	<b>90.8%</b>
Расходы по налогу	- 72	105	-246.8%	- 43	- 129	197.6%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>339</b>	<b>406</b>	<b>19.7%</b>	<b>238</b>	<b>409</b>	<b>71.4%</b>

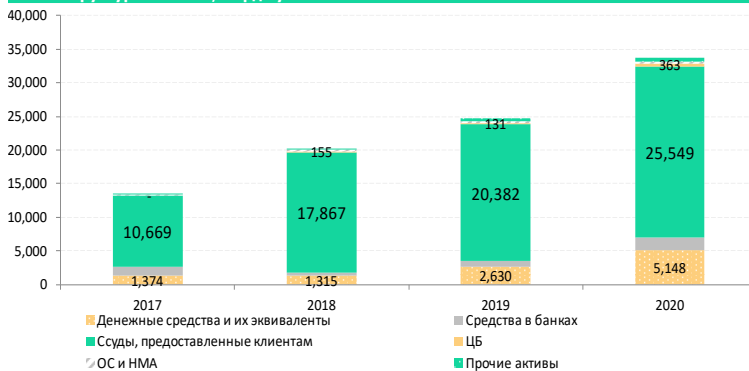
Источник: данные финансовой отчетности

Рис.2. Расходы и доходы, млрд сум



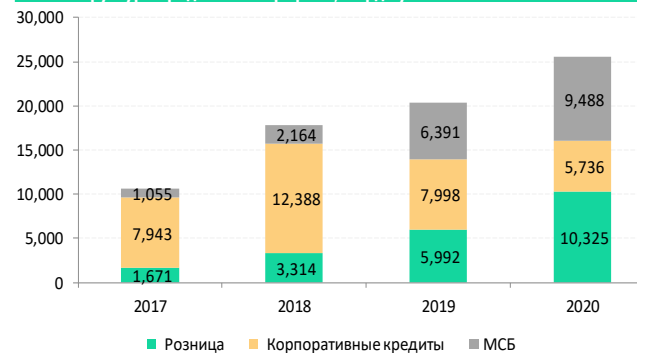
Источник: данные финансовой отчетности

Рис.3. Структура активов, млрд сум



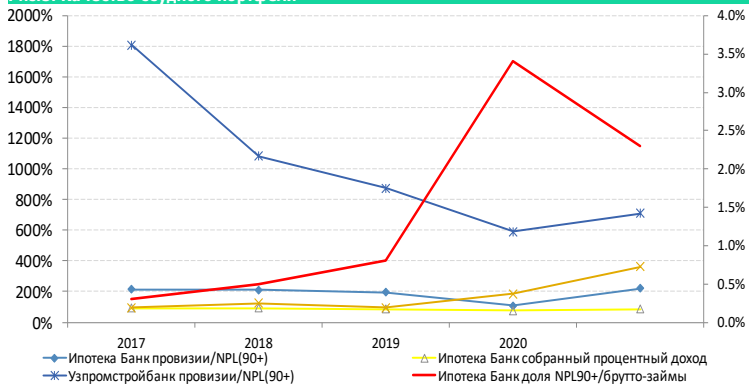
Источник: данные финансовой отчетности

Рис.4. Структура кредитного портфеля, млрд сум



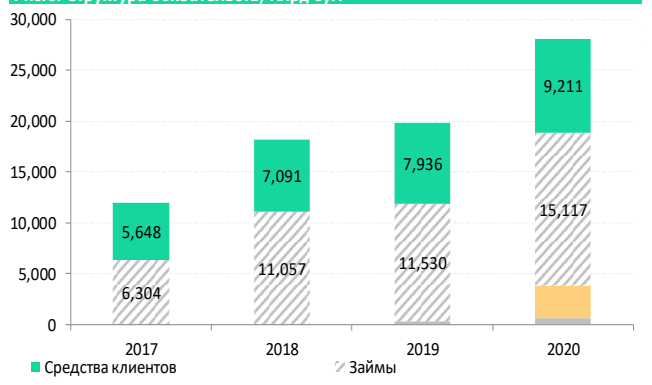
Источник: данные финансовой отчетности

Рис.5. Качество ссудного портфеля



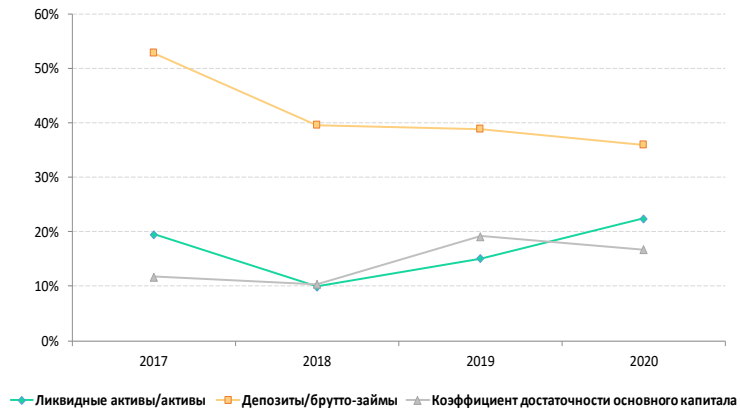
Источник: данные финансовой отчетности

Рис.6. Структура обязательств, млрд сум



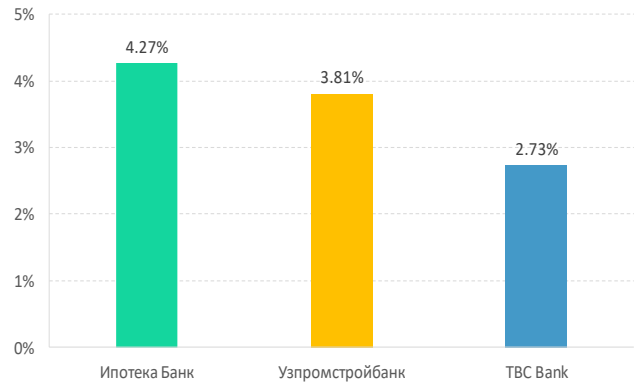
Источник: данные финансовой отчетности

Рис.7. Ключевые коэффициенты



Источник: данные финансовой отчетности

Рис 8. Доходность аналогичных выпусков еврооблигаций рейтингом ВВ-



Источник: Bloomberg

© 2021 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

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. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. 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, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. 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 Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, 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».

© 2021, все права защищены.

**Департамент исследований****E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж****E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

HLFN

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance