

АКБ «НАМКОРБАНК»

РЕКОМЕНДАЦИЯ

BUY

Тикер на UZSE: **НМКВ**

Последняя цена: **24,5 UZS**

Целевая цена: **38,7 UZS**

Потенциал роста: **58,1%**


АКБ «Хамкорбанк» – крупнейший банк, удерживающий 11,5% рынка кредитования среди частных банков страны. Основными акционерами среди юридических лиц являются Международная Финансовая Корпорация (IFC), Голландский банк (FMO) и швейцарская инвестиционная компания Responsibility. По размеру кредитного портфеля банк занял 9-е место среди всех банков Узбекистана и 3-е место среди частных банков.

Ключевыми направлениями развития банка остаются расширение розничного бизнеса, активная поддержка малого и среднего бизнеса (МСБ), а также укрепление позиций на рынке казначейских и инвестиционных операций.

Рост кредитного портфеля

По итогам 2024 года кредитный портфель банка вырос на 20,6% и достиг 18,8 трлн сумов. Данный прирост сопоставим со среднегодовым темпом роста за последние пять лет, составлявшим 21,5%. Вопреки резкому снижению доли потребительского кредитования в совокупном кредитном портфеле банков в прошлом году, у Хамкорбанка на этот сегмент пришелся наибольший прирост в абсолютном и процентном значении, прибавив 71,3% г/г. Такой прирост обусловлен потенциалом высокой доходности данного направления.

Профиль кредитного портфеля

Средний уровень проблемных кредитов (NPL) банка за период 2021–2024 годов составил около 1,0%, что значительно ниже пикового значения в 3,5%, зафиксированного в 2020 году. По итогам 2024 года показатель NPL составил 1,7%, что на 2,3 п.п. ниже среднего уровня банковского сектора.

По состоянию на 1 января 2025 года основная часть портфеля (52,2%) приходилась на кредитование юридических лиц, преимущественно в сферах торговли и услуг (19,7%) и промышленного производства (18,3%). Остальные 47,8% приходятся на розничный сегмент — кредитование физических лиц и индивидуальных предпринимателей. В 2024 году доля обеспеченных кредитов банка составила 95,2%, что всего на 0,8 процентных пункта ниже уровня 2023 года.

Финансовые результаты

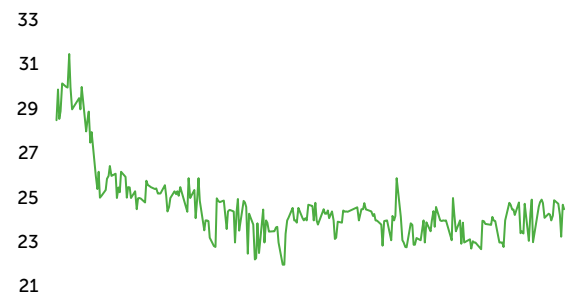
Темп роста процентных доходов остается устойчивым несмотря на усиление конкуренции в сегменте МСБ и потребительского кредитования и замедление роста кредитной прибыли во всем секторе; процентные поступления выросли на 38,4% и достигли 4,3 трлн сумов. Учитывая что на долю МСБ приходится более четверти кредитного портфеля, дополнительным драйвером роста процентного дохода во второй половине 2025 года станет смягчение нормативов по оценке кредитного риска для кредитов МСБ.

Рост процентных расходов на 56,5% оказал давление на чистый процентный доход и его маржу, которая опустилась с 12,2% до 11,6% в прошлом году, при этом оставаясь выше среднего показателя последних пяти лет.

Наряду с конкурентами банк увеличил резервы под кредитные убытки с 23,9% до 29,5% от чистого процентного дохода (ср. за предыдущие 5 лет – 27,3%). По оценке рейтингового агентства Fitch, в 2025 году ожидается рост доли проблемных кредитов в банковском секторе, в первую очередь за счёт повышенных рисков по займам, выданным в иностранной валюте. Учитывая, что около трети кредитного портфеля Хамкорбанка номинировано в валюте, вероятно дальнейшее увеличение объема формируемых резервов.

Фин. показатели, млрд сум	FY2023	FY2024
Процентные доходы	3 145	4 353
Беспроцентные доходы	3 596	7 587
Чистая прибыль	1 200	1 426
Кредитный портфель	15 570	18 779
Активы	20 980	28 708
Собственный капитал	3 757	5 161
EPS, сум	9,58	11,39
P/E	3,50x	2,14x
P/B	1,12x	0,59x
ROE	37,9%	31,9%
ROA	6,4%	5,7%
Капитализация, трлн сум		3,06
Акции в обращении млрд штук		125,2
52-нед. диапазон, сум		22 – 31,49
Последняя цена		24,50
Объем торгов, '24, млрд сум		2,10

Динамика акций, 1 год



Доходность (%)	6М	9М	12М
НМКВ	-0,61%	0,45%	-14,04%

Кредитный портфель, трлн сум



Борис Бондарь
Инвестиционный Аналитик
email: bondar@ffin.uz

Мухаммадкамрон Муродов
Инвестиционный Аналитик
email: m.murodov@ffin.uz

Поддержку операционной прибыли оказал **резкий скачок беспроцентных доходов, которые выросли в 2,1 раза** (до 7,6 трлн сумов). Основным драйвером здесь выступили колебания на валютном рынке: прибыль от операций с иностранной валютой увеличилась на 155,4%.

По итогам года чистая прибыль Хамкорбанка составила 1,4 трлн сумов, что на 18,9% выше результата 2023 года. **Рентабельность собственного капитала (ROE) достигла отметки в 32,0%**. Несмотря на консервативный прогноз бизнес-плана самой компании (ROE не ниже 29,0%), **фактический показатель превзошел как целевой ориентир, так и средний уровень пяти лет (31,6%)**.

Привлеченные средства

В 2024 году Хамкорбанк значительно увеличил объём обязательств — на **36,7%, до 23,5 трлн сумов**. Основными драйверами роста стали:

- увеличение объёма привлечённых средств на 17,0%, до 9,2 трлн сумов;
- рост срочных депозитов на 51,4%, до 6,6 трлн сумов;
- увеличение обязательств перед другими банками в 3,8 раза, до 1,3 трлн сумов;

Привлечённые ресурсы поступили от ряда международных и государственных организаций, среди которых:

- Голландский фонд развития (FMO) — 16,23% от общего объёма,
- Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) — 9,16%,
- Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана — 9,08%,
- Микрофинансовый фонд Blue Orchard — 7,16%,
- Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан — 6,20%,
- прочие источники — 52,17%.

Средства используются в рамках приоритетных направлений государственной политики — для финансирования микрофинансовых программ, поддержки МСБ, развития ипотечного кредитования, образования, а также стимулирования предпринимательской активности.

Дополнительно, 30 апреля 2024 года Хамкорбанк осуществил размещение дисконтных облигаций на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» на сумму 50 млрд сумов. Облигации были размещены с доходностью 22% годовых и сроком обращения 1 год.

Сравнительный анализ

Сравнение банка с группой сопоставимых финансовых институтов из развивающихся стран Азии и Ближнего Востока демонстрирует его **относительную недооцененность рынком**. По состоянию на конец года акции банка торговались с мультипликаторами 2,1x P/E и 0,6x P/B — против медианных значений 2,8x и 1,0x соответственно по выборке аналогов, сопоставимых по масштабу бизнеса и региональной принадлежности.

Для более широкого контекста, аналогичные показатели для индекса MSCI EM Financials составляют 8,5x и 1,1x, что отражает как общий премиум более ликвидных и диверсифицированных компаний, так и потенциальный дисконт, заложенный инвесторами в текущую оценку акций банка.

Таким образом, текущая цена акций указывает на **умеренный дисконт по отношению к региональным аналогам, не объясняющийся фундаментальными показателями**, что может свидетельствовать о рыночной недооценке.

Результат оценки

На момент проведения оценки справедливая цена составила 38,7 сум за акцию, что подразумевает потенциал роста в 58,1%. Ключевым допущением в модели оценки является коэффициент ROE, который, согласно консервативному сценарию, составит в среднем 28,0% в течение прогнозного периода в соответствии с нижней границей прогноза менеджмента и снизиться до 25,0% в терминальной стадии роста. Консервативный сценарий отражает потенциальное введение дополнительных регуляторных ограничений для банков в розничном кредитовании, усиление конкуренции со стороны новых банков в данном направлении, а также нормализацию беспроцентной прибыли в прогнозируемом периоде.

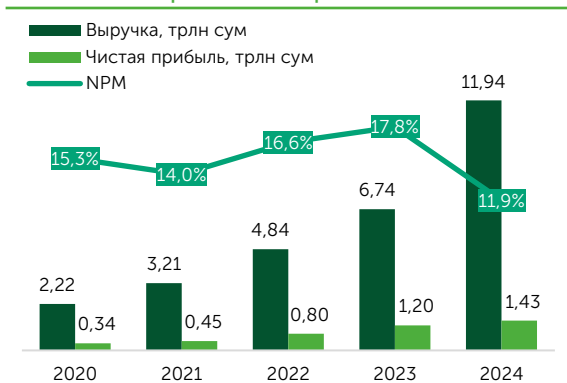
Структура кредитного портфеля

По секторам	Доля, %
Физ. лица и ИП	47,8%
Торговля и услуги	19,7%
Промышленность	18,3%
Транспорт	9,6%
Строительство	2,7%
Сельское хозяйство	0,8%
Прочие	1,2%
По типам	Доля, %
Крупные корпоративные кредиты	26,0%
МСБ	26,2%
Потребительские кредиты	17,5%
Автокредиты	14,2%
Микрокредиты	8,2%
Ипотека	7,9%

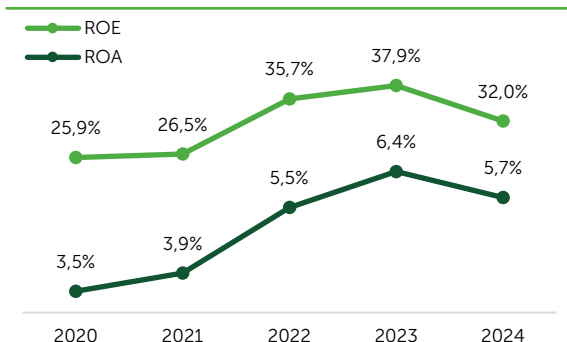
Динамика процентного дохода, трлн сум



Чистая прибыль и её рентабельность



Рентабельность бизнеса



**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.*