КАРДЕПО
INVESTMENT BANK

АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ОБЗОР ЭМИТЕНТА



НА ВОЛНЕ РОСТА

«Ипотека-банк»

www.kapdepo.com

Ноябрь, 2026

Обзор эмитента

АО «Ипотека-банк» — один из крупнейших универсальных банков Узбекистана, специализирующийся на розничном, ипотечном и корпоративном кредитовании. Банк был основан в 2005 году и сегодня входит в международную финансовую группу OTP Group после завершения первого этапа приватизации в июне 2023 года, когда венгерский OTP Bank Plc. приобрел контрольный пакет акций банка. По состоянию на 1 июня 2026 года OTP Bank Plc. владеет 72,89% уставного капитала, оставаясь крупнейшим акционером банка. Компания осуществляет деятельность через сеть из 39 филиалов по всей стране, предоставляя широкий спектр банковских услуг физическим лицам, предприятиям малого и среднего бизнеса, корпоративным клиентам и финансовым институтам. Помимо банковской деятельности, группа развивает дочерние организации в сферах лизинга и страхования, формируя комплексную экосистему финансовых услуг.

В последние годы Ипотека-банк реализует масштабную программу трансформации, направленную на повышение эффективности бизнес-процессов, цифровизацию банковских услуг и совершенствование корпоративного управления. В рамках трансформации банк модернизирует внутренние процессы, развивает цифровые каналы обслуживания, внедряет современные технологические решения и лучшие практики OTP Group, уделяя особое внимание повышению качества клиентского сервиса и эффективности управления рисками.

Министерству экономики и финансов Республики Узбекистан принадлежит 17,5% акций банка, тогда как Международная финансовая корпорация (МФК) владеет 8,70% акционерного капитала. Оставшиеся 0,92% распределены между прочими юридическими и физическими лицами. Присутствие стратегического иностранного инвестора способствует внедрению международных стандартов корпоративного управления, современных технологий и передовых практик управления рисками.

Международные рейтинги банка

Fitch Ratings

BB Прогноз — «позитивный»

Рейтинг подтвержден в сентябре 2026 года

Fitch также повысило рейтинг устойчивости банка на уровне «b+»

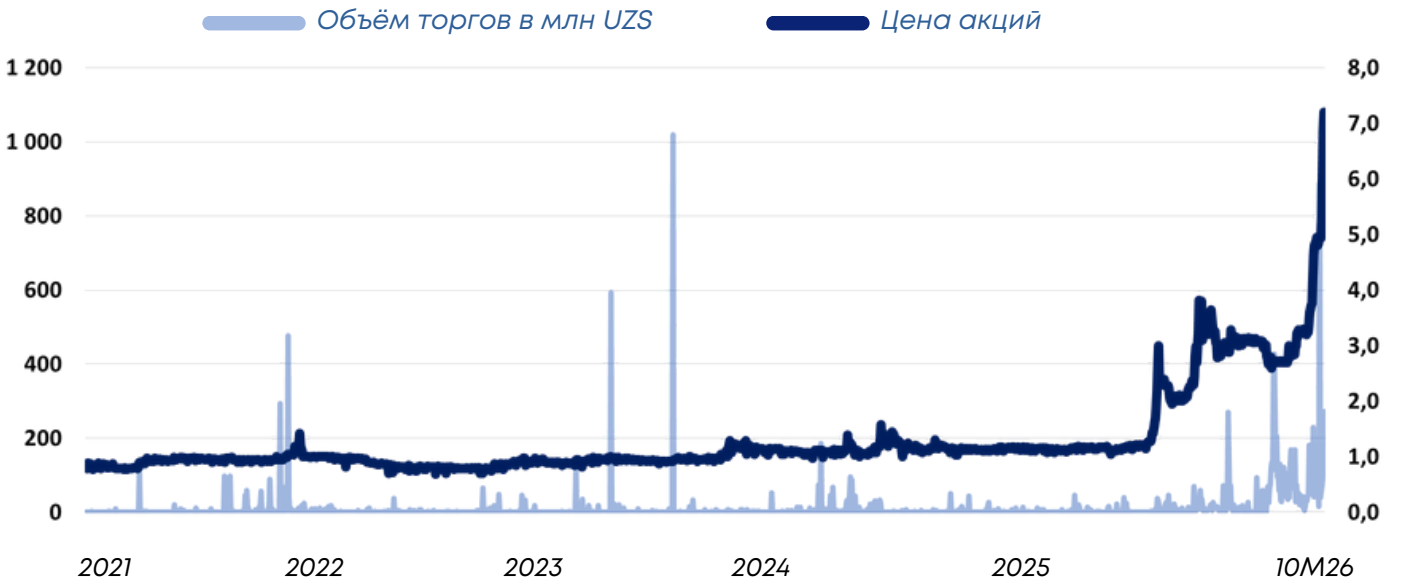
S&P Global Ratings

BB Прогноз — «стабильный»

Рейтинг был повышен в мае 2026 года с «BB-»

Также подтвержден краткосрочный рейтинг банка на уровне «B»

Объём торгов и динамика рыночной стоимости акций с 2021 года:



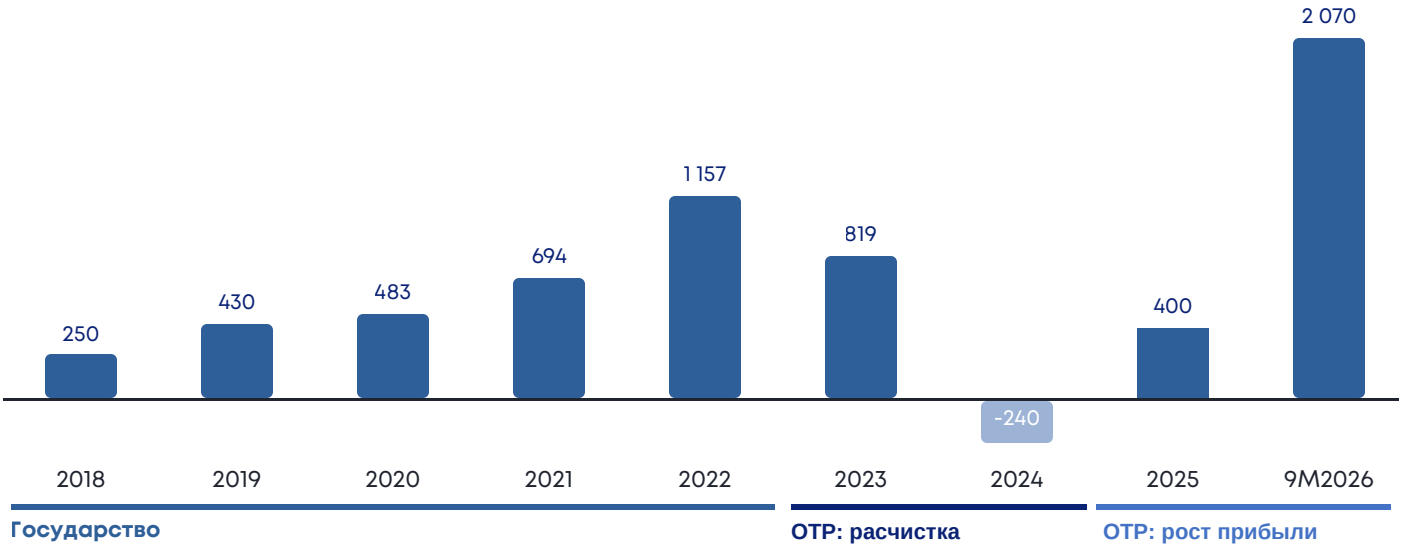
KAPDEPO INVESTMENT BANK

История компании (1/2)

От решения о приватизации до сегодняшнего дня (2019–2026)

За семь лет «Ипотека-банк» стал первым крупным госбанком Узбекистана, проданным иностранному банку, пережил расчистку плохих кредитов и вышел на рекордную прибыль.
Ниже мы показали, как это было, по шагам.

Чистая прибыль по НСБУ, млрд UZS



01 Государство готовит продажу: 2019 — июнь 2023

Июнь 2019: Курс на приватизацию
Постановление Кабмина №523 запустило трансформацию банка при участии IFC — его начали готовить к продаже стратегическому инвестору. Государству тогда принадлежало более 90% акций.

Ноябрь 2020: Первые еврооблигации
Банк привлёк $300 млн на пять лет под 5,5% на Лондонской бирже, спрос превысил $500 млн. Выпуск полностью погашен в ноябре 2025 года.

Апрель 2021: Первый евробонд в сумах
785 млрд сумов под 16% на три года — первые в Узбекистане корпоративные еврооблигации в национальной валюте. Погашены в апреле 2024 года.

Сентябрь 2021: Меморандум с OTP
Венгерский OTP Bank договорился с правительством о покупке около 75% акций. Весной 2022 года OTP поставил сделку на паузу, но интерес к ней сохранил.

2022: Лучший год под госуправлением
Прибыль по НСБУ — 1,16 трлн сумов, рекорд на тот момент, рентабельность капитала — 21,3%. Банк — пятый в стране по активам.

Декабрь 2022: Договор подписан
12 декабря OTP и Минфин подписали договор купли-продажи госпакета. Закрыть сделку планировали к июлю 2023 года.

13 июня 2023: Сделка закрыта
OTP получил 73,71% акций, бюджет — около $324 млн. Остаток госдоли OTP обязался выкупить позже. Это первая сделка по приватизации крупного госбанка и первый иностранный банк в приватизации банков Узбекистана.

История компании (2/2)

02 Под контролем OTP: июнь 2023 — 2024

Декабрь 2023: OTP докапитализирует банк
OTP выкупил допвыпуск акций на 844,6 млрд сумов (около $70 млн). Уставный капитал вырос до 3,83 трлн сумов, доля OTP — до 79,6%.

2023–2024: Расчистка кредитного портфеля
Новый владелец признал проблемы в корпоративных кредитах. Отчисления в резервы выросли с 2,1 трлн сумов в 2023 году до 3,8 трлн в 2024-м, доля проблемных кредитов к концу 2024 года достигла 10,2%.

2024: Убыток из-за резервов
Год закрыт с убытком 240 млрд сумов: резервы съели весь чистый процентный доход (3,6 трлн), после резервов он ушёл в минус на 192 млрд. В сентябре банк возглавил Сандро Ртвеладзе.



03 Восстановление: 2025 — сегодняшний день

2025: Возвращение к прибыли
За первое полугодие ещё был убыток 392,5 млрд сумов, но с III квартала банк вышел в плюс: 400 млрд за год. Доля проблемных кредитов снизилась с 10,2% до 3,55%. В июне Fitch повысил рейтинг банка до BB.

Октябрь 2025 — май 2026: Деньги рынка и IFC
Банк разместил еврооблигации на $300 млн и 1,2 трлн сумов, спрос превысил предложение в 2,8 и 3,4 раза. В мае 2026 года IFC обменял заём на $35 млн на 8,7% акций: у OTP теперь 72,9%, у государства — 17,5%.

Январь — сентябрь 2026: Рекордная прибыль
По НСБУ — 2,07 трлн сумов, почти в 20 раз больше, чем годом ранее. В июне банк вернулся к дивидендам: 943 млрд сумов, 0,225 сума на простую акцию. Оставшуюся госдолю OTP по договору должен выкупить до конца 2026 года.

Финансы по НСБУ

В млрд сумах (UZS)	2023	2024	2025	9M2026
Активы всего	47 638	52 069	54 728	58 533
Инвестиции	139,3	146,8	10 090	805,7
Обязательства всего	40 059	44 732	46 994	49 268
Собственный капитал	7 579	7 337	7 735	9 265
Депозиты до востребования	7 239	10 138	9 260	9 469
Сберегательные депозиты	0	0	0	0
Срочные депозиты	10 535	15 553	18 553	19 853
Процентные доходы	7 859	10 565	11 411	9 448
Процентные расходы	4 921	6 932	7 704	6 139
Чистый процентный доход	2 938	3 633	3 707	3 309
Резервы под убытки (ECL)	2 119	3 825	3 988	1 318
Беспроцентные доходы	2 903	2 565	3 786	2 907
Беспроцентные расходы	808,9	942,1	1 147	814,9
Операционные расходы	1 261	1 671	1 915	1 732
Налог на прибыль	188,6	0	43,6	278,3
Чистая прибыль	818,9	-240,2	399,9	2 072
Количество акций (млрд)	3 826	3 834	3 834	4 217
Рыночная цена акции	0,9	1,2	1,3	3,3
Дивиденды в течение года	0	0	0	0,23
Объем кредитного портфеля	37 264	35 094	35 443	37 439
Доля проблемных кредитов	4,7%	10,2%	3,5%	3,3%
Объем депозитов	17 773	25 692	27 814	29 322
Инфляция (%)	8,8%	9,8%	7,3%	6,4%
Курс USD/UZS	12 338	12 920	12 025	11 821

Мультипликаторы	Book price	EPS	ROA	ROE	P/E	P/B
9M2026, TTM	2,2	0,6	4,0%	25,6%	5,9	1,5

Прогноз

Одним из главных изменений за последний год стало улучшение качества кредитного портфеля банка. По итогам 9 месяцев 2026 года «Ипотека-банк» показал одну из крупнейших прибылей среди банков сектора, заработав 2,07 трлн сумов, что примерно в 20 раз превышает результат аналогичного периода прошлого года.

Согласно нашему анализу, акции банка торгуются примерно на 20% ниже справедливой стоимости. Мы ожидаем, что по мере стабилизации прибыли и сохранения высокого качества кредитного портфеля рынок будет постепенно сокращать этот дисконт.

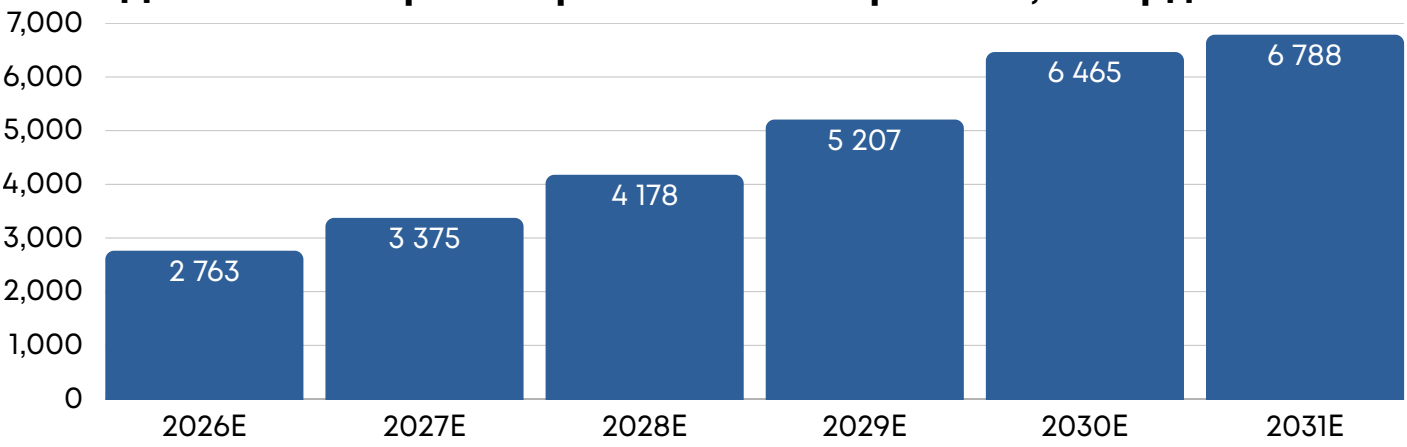
Справедливая цена акции
= 7,5 UZS

Текущая цена (на конец октября/2026): 6,0 UZS. **Потенциал роста: +25%**

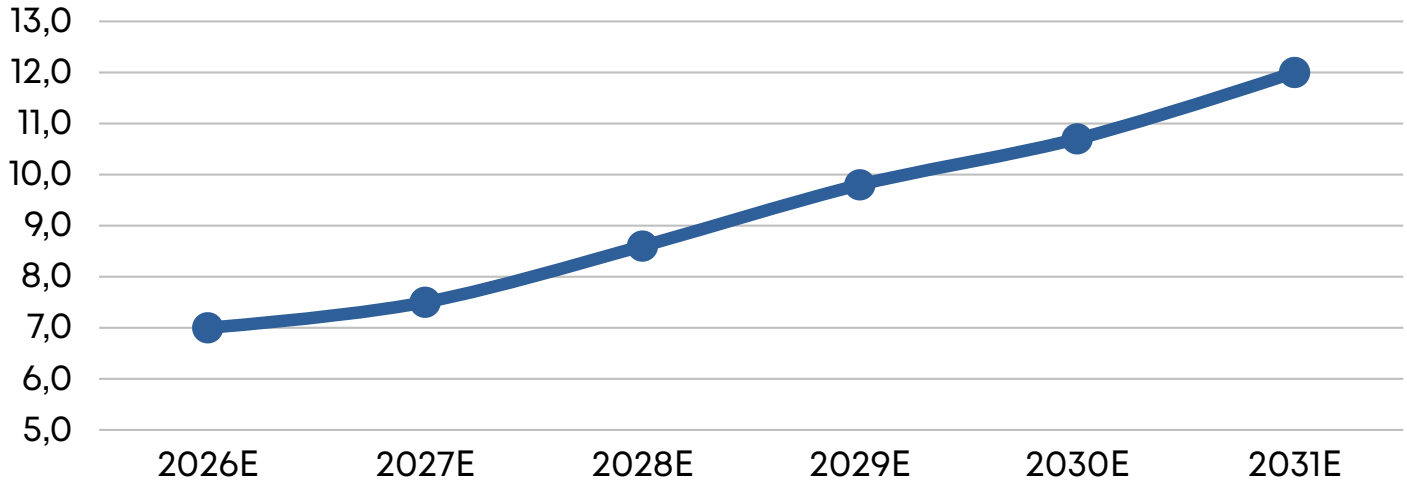
Оценка привлекательности:
Недооценен.
Горизонт инвестирования: 1 – 5 лет

Рынок пока не в полной мере учитывает устойчивое улучшение финансовых показателей банка

Динамика и прогноз роста чистой прибыли, в млрд UZS



Динамика и прогноз роста простых акций, в UZS



Вывод

В ближайшие годы для «Ипотека-банка» ключевой задачей станет возвращение к росту кредитования без ухудшения качества портфеля. После прихода OTP Group банк провёл масштабную работу с проблемными активами, и сейчас её результаты уже заметны.

Доля проблемных кредитов снизилась с 10,2% на конец 2024 года до 3,3% на 1 октября 2026 года, что ниже среднего показателя по банковской системе (3,8%). Сократилась и нагрузка на резервы: если в 2024–2025 годах отчисления составляли около 4 трлн сумов ежегодно, то за девять месяцев 2026 года они снизились до 1,3 трлн сумов. Кроме того, банк восстановил 1,1 трлн сумов ранее созданных резервов. На этом фоне чистая прибыль за январь–сентябрь 2026 года достигла 2,07 трлн сумов против 102,5 млрд сумов годом ранее.

Основу бизнеса банка по-прежнему составляет розничное кредитование. По данным ЦБ на 1 октября 2026 года, кредиты физическим лицам достигли 30,8 трлн сумов, или 82% кредитного портфеля. На «Ипотека-банк» приходится 12,4% всех розничных кредитов в стране, что является одним из крупнейших показателей среди банков. Такая структура позволяет снизить зависимость от отдельных крупных заёмщиков, проблемы с которыми стали одной из причин ухудшения качества активов в 2023–2024 годах. При этом в структуре фондирования сохраняется определённый дисбаланс: 81% депозитов приходится на юридических лиц, а объём кредитов примерно в 1,3 раза превышает объём депозитов.

По нашей модели остаточного дохода справедливая стоимость обыкновенной акции составляет около 7,50 сума. При текущей рыночной цене 6,0 сума потенциал роста оценивается примерно в 25%. Исходя из прогнозной прибыли за 2026 год, акции торгуются с мультипликатором P/E около 8,1x. При достижении расчётной справедливой стоимости показатель составит 11,4x. В долгосрочной перспективе мы ожидаем роста цены акции до 12 сумов к 2031 году. Это почти вдвое выше текущего уровня и предполагает среднегодовой рост примерно на 10% относительно справедливой стоимости.

Однако высокая прибыль 2026 года пока не означает, что банк вернулся к полноценному росту. Значительная часть улучшения финансового результата связана со снижением отчислений в резервы и восстановлением ранее созданных резервов. Поэтому главный вопрос для инвесторов заключается в том, сможет ли банк обеспечить дальнейший рост за счёт основного бизнеса. Для этого необходимо наращивать кредитный портфель, сохраняя качество новых выдач, и привлекать фондирование на приемлемых условиях.

Таким образом, дальнейшая динамика акций будет зависеть от того, насколько успешно «Ипотека-банк» перейдёт от восстановления к устойчивому росту. Рассчитанная справедливая стоимость предполагает реализацию этого сценария: банк должен продолжить расширять кредитование, удерживать стоимость риска на низком уровне и сохранять стабильную процентную маржу.

KAPDEPO
INVESTMENT BANK



+998 55-511-02-02
www.kapdepo.com
info@kapdepo.com
@Kapdepo
Kapdepo

Настоящий материал подготовил аналитик ООО «KAPITAL-DEPOZIT» Камронбек Йулдашев. Компания заявляет, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, отражают личные взгляды аналитика касательно любой анализируемой компании или ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации. Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут 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 мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом 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 компании, ее активов либо ценных бумаг. Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «KAPITAL-DEPOZIT». Как и все сотрудники ООО «KAPITAL-DEPOZIT», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «KAPITAL-DEPOZIT», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании. Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве.

ООО «Kapital-Depozit» уведомляет, что осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан на основании следующих лицензий профессионального участника рынка ценных бумаг: на осуществление брокерской и депозитарной деятельности №1196 от 27.04.2015; на осуществление деятельности инвестиционного консультанта №1197 от 27.04.2015; на осуществление деятельности по доверительному управлению инвестиционными активами №1296 от 29.12.2017.