KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY

АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ОБЗОР ЭМИТЕНТА



ДОХОДНОСТЬ БЕЗ ЗАПАСА ПРОЧНОСТИ

МФО «Agat Credit»

www.kapdepo.uz

декабрь, 2025

ОБЗОР ЭМИТЕНТА

АО «AGAT CREDIT» — микрофинансовая организация, осуществляющая деятельность на рынке Республики Узбекистан на основании лицензии Центрального банка Республики Узбекистан №53 от 15 декабря 2018 года. Общество было создано в 2016 году и до 26 августа 2024 года осуществляло деятельность под наименованием ООО микрофинансовая организация «Microfin».

Основным видом деятельности Общества является предоставление микрофинансовых услуг физическим и юридическим лицам на территории Республики Узбекистан. Компания ориентируется на финансирование оборотных средств микро- и малых предприятий, а также на работу с физическими лицами. Предоставление услуг осуществляется через канал прямых продаж с использованием сети офисов «лёгкого» формата.

По состоянию на I квартал 2025 года в компании работают около 150 сотрудников, обслуживающих порядка 4 000 активных клиентов. Региональная сеть Общества включает 33 филиала в 10 областях Республики Узбекистан.

Общество придерживается стратегии расширения регионального присутствия. За первые 4 месяца 2025 года было открыто 27 новых точек продаж, а в рамках дальнейшего развития компания планирует до 2027 года открыть до 250 дополнительных офисов «лёгкого» формата на территории Республики Узбекистан.

АКТУАЛЬНЫЙ РЕЙТИНГ

Узбекское рейтинговое агентство «Ahbor-reyting»

uzA+ Рейтинг кредитоспособности и надежности. Уровень кредитоспособности: Очень высокий

Дата присвоения: январь, 2025 г. Действителен до: январь, 2026 г.

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ:

(на март 2025 года)

Лагутин Сергей Валентинович	58,83%
Лагутин Артём Сергеевич	10,31%
Райхерт Наталья Ивановна	10,46%
Попова Нина Александровна	9,99%
Сабиров Алишер Джумамуратович	6,66%
Саидов Камбар Асрорович	2,76%
Кузахмедов Мавлюда Хакимовна	0,87%
ООО «Tune Consulting»	0,13%

НАБЛЮДАТЕЛЬНЫЙ СОВЕТ

(на ноябрь 2025 года)

Лагутин Сергей Валентинович
Попов Олег Николаевич
Магнитов Арман Ахтуреевич
Бадыков Артём Салаватович
Мирзаев Алишер Анварович

Микрофинансовая деятельность Agat Credit в основном ориентирована на работу с физическими лицами. Компания предоставляет микрозаймы на сумму до 300 млн сумов. Процентные ставки для физических лиц варьируются от 47,0% до 49,9%, при средней ставке 48,8%, что существенно ниже показателей МФО Biznes Finans, где средняя ставка составляет 73,6% при диапазоне от 55,0% до 109,5%. Такой уровень ставок существенно ограничивает процентную маржу компании и, с учётом доходности выпущенных облигаций, указывает на низкомаржинальный характер бизнеса.

ФИНАНСЫ

В млрд сумах (UZS)	**2022**	**2023**	**2024**	**III/2025**
Активы, всего	78,7	145,5	142,6	185,8
Дебиторы	76	105,1	87,8	120
Денежные средства	0,4	1,2	10,2	0,9
Основные средства	1,6	26,7	24,2	24,1
Капитал, всего	69,2	80,8	84,2	73,7
Уставной капитал	57,5	78,2	77,4	73,8
Нераспределенная прибыль	11,6	2,5	6,8	(1,9)
Обязательства, всего	9,5	64,7	58,3	111,9
Привлеченные средства	9,2	44,6	53,4	110,8
Кредитный портфель	0	19,8	4,1	0.2
Проблемные кредиты	0,6	2,7	5.8	3
Доля проблемных кредитов	0,8	2,6	6,7	2,6
Процентные доходы	33,4	49	55,4	34,1
Процентные расходы	0,7	7	13,7	13,6
Резерв убытков	0,1	3,6	10,5	9,9
Чистый процентный доход после резервов	32,5	38,3	31,2	10,5
Беспроцентные доходы	0	0,2	0,7	21,8
Беспроцентные расходы	0	1	1,6	2
Операционные доходы	32,1	37,5	30,2	30,3
Операционные расходы	3,6	16,8	22,8	27,9
Прибыль до уплаты налога	28,5	20,7	7,4	2,4
Чистая прибыль	24,2	17,5	6,3	2
Коэффициенты:		***МСФО***		***НСБУ***
Платежеспособности	8,27	2,25	2,44	1,66
Операционная рентабельность	88,7%	55,2%	24,4%	7,9%
Маржа прибыли	75,4%	46,8%	21,0%	6,6%
ROA	30,74%	12,07%	1,51%	1,12%
ROE	34,98%	21,75%	2,56%	2,82%

ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ

Номер выпуска	I	II	III	IV*
Дата регистрации	Март, 2025	Июль, 2025	Октябрь, 2025	-
Количество облигаций	400 000	300 000	400 000	400 000
Срок обращения	1 год	1 год	1 год	2 года
Дата размещения	Апрель, 2025	Июль, 2025	Ноябрь, 2025	-
Дата погашения	Апрель, 2026	Июль, 2026	Ноябрь, 2026	-
Купонная доходность	29%	28%	27%	26%
Объём выпуска	40 млрд	30 млрд	40 млрд	40 млрд
Номинальная стоимость	100 тыс.	100 тыс.	100 тыс.	100 тыс.
Периодичность выплат	Каждые 30 дней	Каждые 30 дней	Каждые 30 дней	Каждые 30 дней
Страхование	Нет	Нет	АО «Trust-Insurance»	-
Андеррайтер	Freedom Broker	Freedom Broker	Freedom Broker	Avesta Investment Group
Рейтинговое агентство	Ahbor-reyting	Ahbor-reyting	Ahbor-reyting	-

** - предстоящий выпуск*

СТРАХОВАНИЕ

Последний, третий выпуск облигаций Agat Credit объёмом 40 млрд сумов, размещённый в октябре 2025 года, был застрахован страховой компанией Trust Insurance. В рамках договора страховщик принял на себя обязательства по покрытию как номинального объёма выпуска, так и купонных выплат. За страховую премию в размере 687,9 млн сумов общая застрахованная сумма составила 50,8 млрд сумов, что повышает уровень защиты инвесторов и снижает кредитные риски по выпуску.

Trust Insurance демонстрирует высокие темпы роста и постепенно укрепляет свои позиции на рынке общего страхования Узбекистана. По итогам 9 месяцев 2025 года объём чистых страховых премий компании достиг 203,3 млрд сумов, что соответствует 9-му месту среди 30 страховых компаний сектора и почти двукратному росту (+89,9% г/г). При этом объём обязательств на конец сентября 2025 года составил 56,8 трлн сумов, увеличившись на 181,3% год к году, что отражает активное расширение бизнеса и рост страхового портфеля.

Отдельного внимания заслуживает динамика страховых выплат: за отчётный период они выросли с 6,6 млрд до 136,3 млрд сумов (+1 971% г/г). По темпам роста этого показателя Trust Insurance является лидером рынка, а по абсолютному объёму выплат занимает 4-е место, что указывает на реальную практику исполнения страховых обязательств и постепенное формирование истории выплат.

Международное рейтинговое агентство AM Best присвоило Trust Insurance рейтинг финансовой устойчивости C+ и долгосрочный кредитный рейтинг эмитента «b-» со стабильным прогнозом. Рейтинги отражают адекватную капитализацию и операционные показатели, подтверждённые показателем достаточности капитала BCAR, при этом агентство отмечает ограниченный масштаб бизнеса, высокую концентрацию на рынке Узбекистана и начальную стадию развития системы управления рисками (ERM). Несмотря на стартовый характер деятельности и повышенные коэффициенты расходов в предыдущие годы, AM Best ожидает улучшение операционных показателей и устойчивую чистую прибыль, что формирует умеренно-позитивный профиль страховщика в контексте защиты облигационных инвесторов.

АКТУАЛЬНЫЙ РЕЙТИНГ

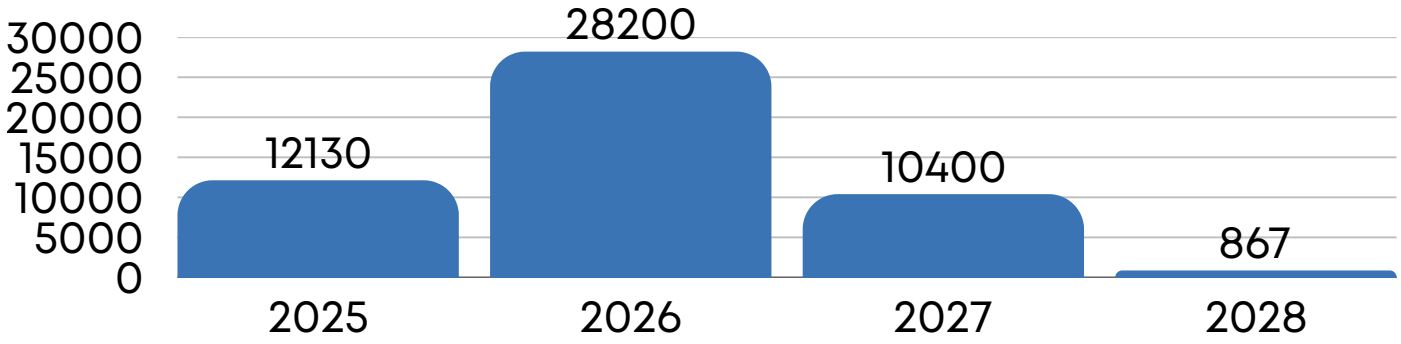
Международное рейтинговое агентство AM Best

b- Долгосрочный кредитный рейтинг.
C+ Рейтинг финансовой устойчивости.
Дата присвоения: февраль, 2025 г.

ПОГАШЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ

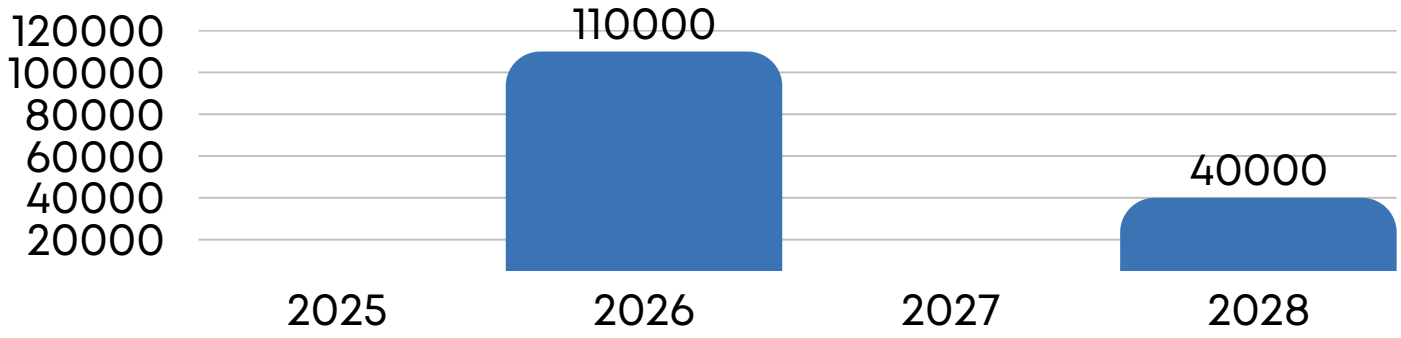
КУПОННЫЕ ВЫПЛАТЫ, ПРОГНОЗ

в млн сумах (UZS)



ПОГАШЕНИЯ БОНДОВ, ПРОГНОЗ

в млн сумах (UZS)

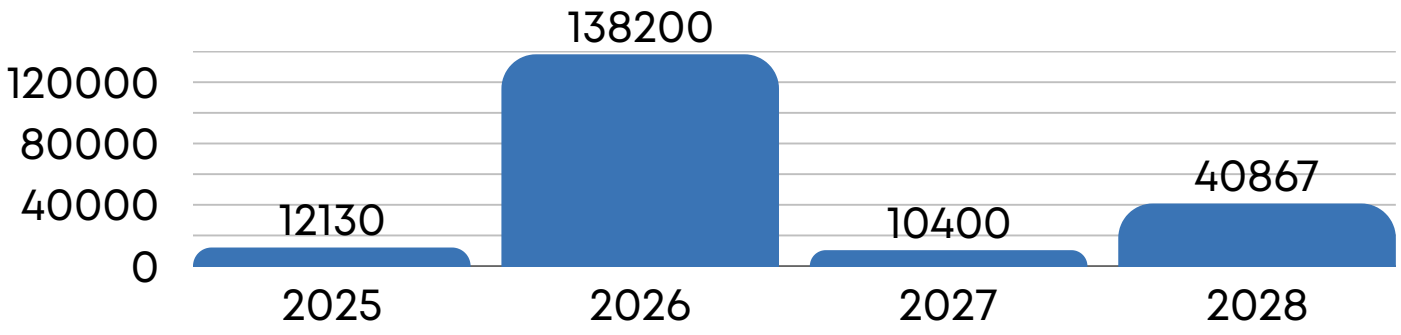


В 2026 году на компанию приходится пик облигационных обязательств. В течение года ожидается погашение основного долга на сумму 110 млрд сумов, а также выплата 28,2 млрд сумов купонного дохода. Совокупный объём выплат по облигациям в 2026 году составит 138,2 млрд сумов.

С учётом текущего уровня операционного дохода такая нагрузка не может быть полностью покрыта за счёт внутренних денежных потоков. В связи с этим мы ожидаем продолжение размещений на долговом рынке и предполагаем выпуск как минимум двух новых облигационных займов для рефинансирования погашаемых обязательств по мере приближения сроков их исполнения.

ВЫПЛАТЫ И ПОГАШЕНИЯ БОНДОВ, ПРОГНОЗ

в млн сумах (UZS)



KAPDEPO INVESTMENT COMPANY

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ввиду ограниченной раскрываемости информации со стороны эмитента, в первую очередь отсутствия развернутой финансовой отчетности и прогнозных ориентиров, мы не считаем возможным сформировать корректный прогноз по ключевым финансовым показателям компании на средне- и долгосрочную перспективу. В текущих условиях любые количественные оценки будущей динамики будут носить предположительный характер и не соответствовать требованиям качественного инвестиционного анализа.

По нашей оценке, дальнейшая траектория развития компании в значительной степени определяется реализуемой стратегией, параметры и цели которой публично не раскрываются. Отсутствие прозрачного стратегического видения со стороны эмитента ограничивает возможности инвесторов адекватно оценить потенциал роста, устойчивость бизнес-модели и способность компании адаптироваться к изменению рыночной конъюнктуры.

Ключевым фактором риска на данный момент остается низкий уровень прибыли по сравнению с сопоставимыми участниками рынка. Ситуация усугубляется практикой регулярных квартальных дивидендных выплат, в том числе в незначительных объемах, что ограничивает возможности накопления капитала и укрепления финансовой устойчивости.

В течение 2025 года AGAT CREDIT минимум два раза осуществляло выплаты дивидендов своим участникам. В апреле 2025 года Обществом были объявлены дивиденды по итогам I квартала 2025 года на сумму 1,76 млрд сумов.

Кроме того, по итогам III квартала 2025 года было принято решение о распределении чистой прибыли в размере 147,1 млн сумов, из которых 5% (7,36 млн сумов) направлены на формирование резервного фонда, а 95% (139,76 млн сумов) — на выплату дивидендов. Дополнительная информация о дивидендных выплатах Общества за 2025 год в открытых источниках отсутствует.

Дополнительно в отчете за 3 квартал 2025 года отражен непокрытый убыток в размере 1,9 млрд сумов, что позволяет сделать вывод о завершении 2024 года с чистым убытком на уровне около 3,9 млрд сумов.

Отдельного внимания заслуживает структура доходности бизнеса. При относительно низких ставках привлечения и размещения капитала маржинальность остается на минимальных уровнях. Выпуск облигаций с доходностью порядка 28–29% годовых при последующей выдаче займов под 48% не обеспечивает достаточного запаса прочности.

РИСКИ

В этих условиях стоимость фондирования из инструмента роста трансформируется в фактор давления на финансовый результат. С учетом текущих тенденций в 2026 году компании, по нашим оценкам, потребуется дополнительный выпуск облигаций ориентировочно на 130 млрд сумов с целью рефинансирования ранее размещенных выпусков.

При отсутствии устойчивого роста прибыли данная модель несет риск накопительного эффекта, при котором долговая нагрузка будет увеличиваться быстрее, чем операционные показатели, формируя «снежный ком» обязательств.

Дополнительным риском выступает возможное (по нашим прогнозам) ужесточение регулирования ставок по микрозаймам. Подобные изменения способны оказать существенное влияние на весь сектор, однако наименее уязвимыми в таком сценарии окажутся компании с сильным брендом и развитой цифровой платформой.

В случае Agat Credit возможное регулирование может потребовать дальнейшего снижения ставок и ведения бизнеса с минимальной, близкой к нулевой, маржинальностью.

Исходя из совокупности указанных факторов, мы классифицируем как ранее размещенные, так и новые выпуски облигаций компании как инструменты со средним уровнем риска. В качестве рекомендации инвесторам на данном этапе мы рассматриваем выжидательную позицию с фокусом на дальнейшие комментарии эмитента, а также анализ финансовых результатов за 2025 год и первый квартал 2026 года.

KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY



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

Настоящий материал подготовил аналитик ООО «KAPITAL-DEPOZIT» Шодибек Кенжаев. 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.