KAPDEPO
INVESTMENT BANK

EMITENTNING
TAHLILIY SHARHI



O‘SISH TO‘LQINIDA

“Ipoteka-bank”

www.kapdepo.com

Noyabr, 2026

Emitent haqida

“Ipoteka-bank” O‘zbekistonning eng yirik banklaridan biri bo‘lib, chakana, ipoteka va korporativ kreditlash yo‘nalishlarida faoliyat yuritadi. Bank 2005-yilda tashkil etilgan bo‘lib, bugungi kunda mamlakat bank tizimining muhim ishtirokchilaridan biri hisoblanadi. 2023-yil Iyun oyida xususiylashtirish jarayonining birinchi bosqichi yakunlanib, Vengriyaning “OTP Bank Plc.” bankning nazorat paketini sotib oldi. Shu tariqa Ipoteka-bank xalqaro ”OTP Group” moliyaviy guruhi tarkibiga qo‘shildi.

2026-yil 1-Iyun holatiga ko‘ra, “OTP Bank Plc.” bank ustav kapitalining 72,89%ga egalik qilib, uning eng yirik aksiyadori bo‘lib qolmoqda. Bank respublika bo‘ylab faoliyat yuritayotgan 39 ta filial orqali jismoniy shaxslar, kichik va o‘rta biznes vakillari, yirik korporativ mijozlar hamda moliyaviy institutlarga keng turdagi bank xizmatlarini taqdim etadi. Bundan tashqari, guruh tarkibidagi lizing va sug‘urta kompaniyalari faoliyati hisobiga mijozlarga kompleks moliyaviy xizmatlar ko‘rsatilib, yagona moliyaviy ekotizim shakllantirilmoqda.

So‘nggi yillarda “Ipoteka-bank” faoliyat samaradorligini oshirish, bank xizmatlarini raqamlashtirish hamda korporativ boshqaruv tizimini yanada takomillashtirishga qaratilgan keng ko‘lamli transformatsiya dasturini izchil amalga oshirib kelmoqda. Ushbu dastur doirasida bank ichki biznes jarayonlarini modernizatsiya qilmoqda, raqamli xizmat ko‘rsatish kanallarini faol rivojlantirmoqda, zamonaviy texnologik yechimlarni joriy etmoqda hamda ”OTP Group”ning ilg‘or tajribasi va xalqaro standartlarini o‘z faoliyatiga tatbiq etmoqda.

Bank aksiyalarining 17,5% O‘zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va Moliya Vazirligiga tegishli bo‘lsa, Xalqaro Moliya Korporatsiyasi (IFC) bank ustav kapitalining 8,70%ga egalik qiladi. Qolgan 0,92% aksiyalar boshqa yuridik va jismoniy shaxslar o‘rtasida taqsimlangan. Bank tarkibida strategik xorijiy investorning mavjudligi korporativ boshqaruvning xalqaro standartlarini joriy etish, zamonaviy texnologiyalar va risklarni boshqarish bo‘yicha ilg‘or amaliyotlarni qo‘llashga xizmat qilmoqda.

Bankning xalqaro kredit reytinglari

FitchRatings — **Reyting 2026-yil sentabr oyida tasdiqlangan**

BB Prognoz — “ijobiy”

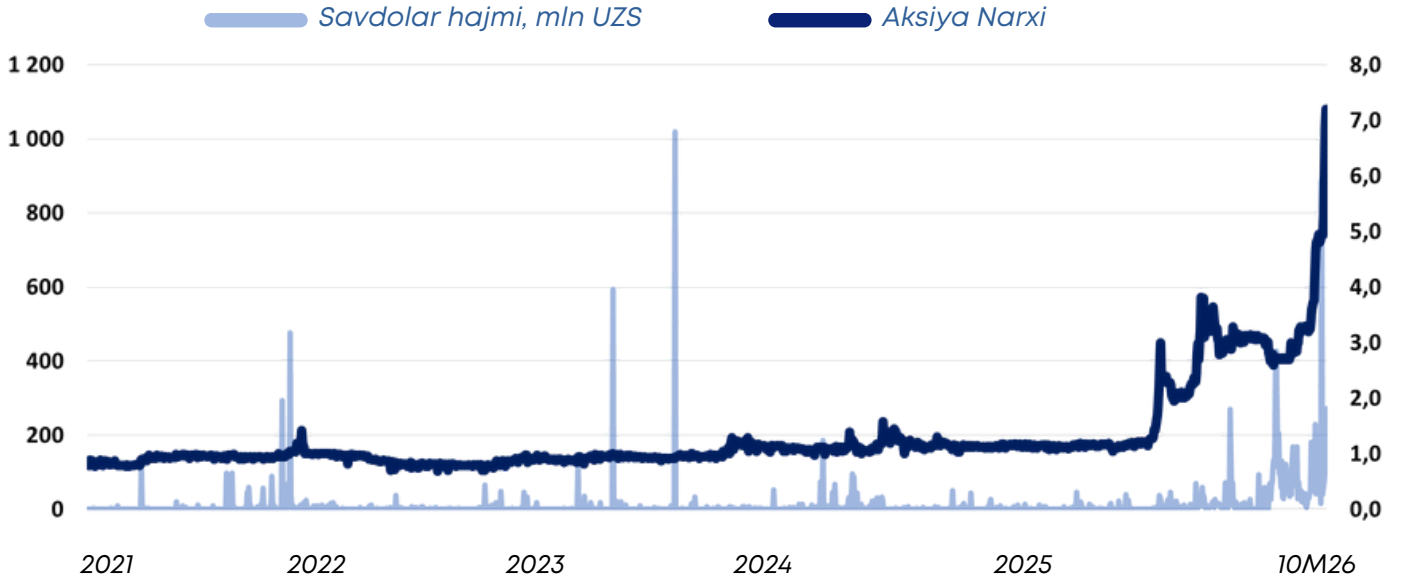
Fitch bankning barqarorlik reytingini ham “b+” darajasida ko’targan

S&P Global Ratings — **Reyting 2026-yil may oyida ”BB-” darajasidan yuqoriga ko‘tarilgan**

BB Prognoz — ”barqaror”

Shuningdek, bankning qisqa muddatli reytingi “B” darajasida tasdiqlangan.

2021-yil boshidan beri aksiyalar savdosi hajmi va bozor narxlari dinamikasi



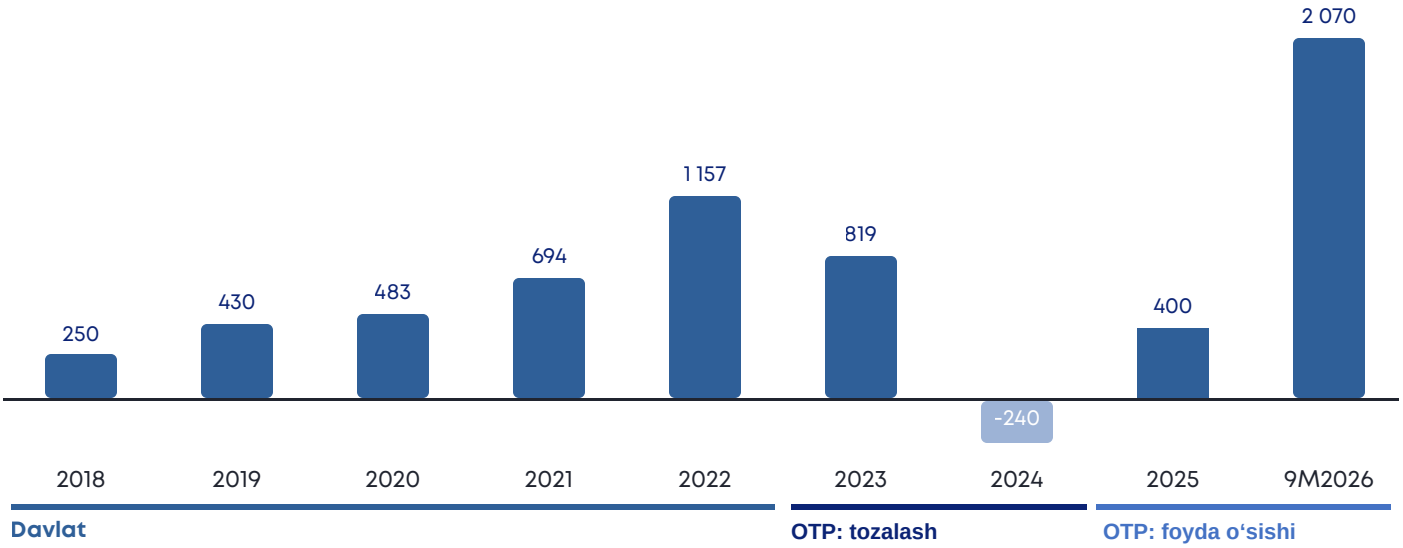
KAPDEPO INVESTMENT BANK

Kompaniya tarixi (1/2)

Xususiylashtirish qaroridan bugungi kungacha (2019–2026)

Yetti yil ichida “Ipoteka-bank” O‘zbekistonda xorijiy bankka sotilgan birinchi yirik davlat banki bo‘ldi, yomon kreditlardan tozalandi va rekord foydaga erishdi.
Quyida bu qanday kechganini bosqichma-bosqich ko‘rsatdik.

BHMS bo‘yicha sof foyda, mlrd UZS



01 Davlat sotuvga tayyorlaydi: 2019 — iyun 2023

- **Iyun 2019: Xususiylashtirish sari**
  523-son hukumat qarori IFC ishtirokida bank transformatsiyasini boshladi — bank strategik investorga sotishga tayyorlandi. O‘shanda aksiyalarning 90%dan ortig‘i davlatniki edi.
- **Noyabr 2020: Ilk yevroobligatsiyalar**
  Bank London birjasida besh yil muddatga 5,5% stavkada $300 mln jalb qildi, talab $500 mln dan oshdi. Chiqarilish 2025-yil noyabrida to‘liq so‘ndirildi.
- **Aprel 2021: So‘mdagi ilk yevroobligatsiya**
  Uch yilga 16% stavkada 785 mlrd so‘m — O‘zbekistonda milliy valyutadagi ilk korporativ yevroobligatsiyalar. 2024-yil aprelida so‘ndirildi.
- **Sentabr 2021: OTP bilan memorandum**
  Vengriyaning OTP Bank hukumat bilan aksiyalarning qariyb 75%ni sotib olish bo‘yicha kelishdi. 2022-yil bahorida OTP bitimni to‘xtatib turdi, ammo unga qiziqishni saqlab qoldi.
- **2022: Davlat boshqaruvidagi eng yaxshi yil**
  BHMS bo‘yicha foyda — 1,16 trln so‘m, o‘sha paytdagi rekord, kapital rentabelligi — 21,3%. Bank aktivlar hajmi bo‘yicha mamlakatda beshinchi o‘rinda.
- **Dekabr 2022: Shartnoma imzolandi**
  12-dekabrda OTP va Moliya vazirligi davlat paketi bo‘yicha oldi-sotdi shartnomasini imzoladi. Bitimni 2023-yil iyuliga qadar yopish rejalashtirilgan edi.
- **13-iyun 2023: Bitim yopildi**
  OTP aksiyalarning 73,71%ni oldi, byudjetga qariyb $324 mln tushdi. Qolgan davlat ulushini OTP keyinroq sotib olish majburiyatini oldi. Bu yirik davlat bankini xususiylashtirish bo‘yicha birinchi bitim, OTP esa O‘zbekiston banklarini xususiylashtirishda ishtirok etgan birinchi xorijiy bank bo‘ldi.

KAPDEPO INVESTMENT BANK

Kompaniya tarixi (2/2)

02 OTP nazorati ostida: iyun 2023 — 2024

Dekabr 2023: OTP bankni qo‘shimcha kapitallashtirdi
OTP 844,6 mlrd so‘mlik (qariyb $70 mln) qo‘shimcha aksiyalarni sotib oldi. Ustav kapitali 3,83 trln so‘mgacha, OTP ulushi esa 79,6%gacha oshdi.

2023–2024: Kredit portfelini tozalash
Yangi egasi korporativ kreditlardagi muammolarni tan oldi. Zaxiralarga ajratmalar 2023-yildagi 2,1 trln so‘mdan 2024-yilda 3,8 trln so‘mgacha oshdi, muammoli kreditlar ulushi 2024-yil oxirida 10,2%ga yetdi.

2024: Zaxiralar sababli zarar
Yil 240 mlrd so‘m zarar bilan yopildi: zaxiralar butun sof foiz daromadini (3,6 trln) yutib, uni 192 mlrd so‘m minusga tushirdi. Sentabrda bankni Sandro Rtveladze boshqara boshladi.



03 Tiklanish: 2025 — bugungi kun

2025: Foydaga qaytish
Birinchi yarim yillikda hali 392,5 mlrd so‘m zarar bor edi, biroq III chorakdan bank foydaga chiqdi: yil yakunida 400 mlrd so‘m. Muammoli kreditlar ulushi 10,2% dan 3,55%gacha kamaydi. Iyunda Fitch bank reytingini BB gacha oshirdi.

Oktabr 2025 — may 2026: Bozor mablag‘lari va IFC
Bank $300 mln va 1,2 trln so‘mlik yevroobligatsiyalar joylashtirdi, talab taklifdan 2,8 va 3,4 baravar oshdi. 2026-yil mayida IFC 35 mln dollarlik qarzni 8,7% aksiyaga almashtirdi: endi OTP ulushi 72,9%, davlatniki — 17,5%.

Yanvar — sentabr 2026: Rekord foyda
BHMS bo‘yicha — 2,07 trln so‘m, bu bir yil oldingidan qariyb 20 baravar ko‘p. Iyunda bank dividendlarga qaytdi: 943 mlrd so‘m, oddiy aksiyaga 0,225 so‘m. Shartnomaga ko‘ra, OTP qolgan davlat ulushini 2026-yil oxirigacha sotib olishi kerak.

BHMS bo‘yicha moliyaviy hisobot

mlrd so’mda (UZS)	2023	2024	2025	9M2026
Jami aktivlar	47 638	52 069	54 728	58 533
Investitsiyalar	139,3	146,8	10 090	805,7
Jami majburiyatlar	40 059	44 732	46 994	49 268
Xususiy kapital	7 579	7 337	7 735	9 265
Talab qilib olinguncha depozitlar	7 239	10 138	9 260	9 469
Jamg‘arma depozitlari	0	0	0	0
Muddatli depozitlar	10 535	15 553	18 553	19 853
Foizli daromadlar	7 859	10 565	11 411	9 448
Foizli xarajatlar	4 921	6 932	7 704	6 139
Sof foizli daromad	2 938	3 633	3 707	3 309
Kredit yo‘qotishlari zaxiralari (ECL)	2 119	3 825	3 988	1 318
Foizsiz daromadlar	2 903	2 565	3 786	2 907
Foizsiz xarajatlar	808,9	942,1	1 147	814,9
Operatsion xarajatlar	1 261	1 671	1 915	1 732
Foyda solig‘i	188,6	0	43,6	278,3
Sof foyda	818,9	-240,2	399,9	2 072
Aksiyalar soni (mlrd)	3 826	3 834	3 834	4 217
Aksiyaning bozor narxi	0,9	1,2	1,3	3,3
Yil davomida to‘langan dividendlar	0	0	0	0,23
Kredit portfeli hajmi	37 264	35 094	35 443	37 439
Muammoli kreditlar ulushi	4,7%	10,2%	3,5%	3,3%
Depozitlar hajmi	17 773	25 692	27 814	29 322
Inflyatsiya (%)	8,8%	9,8%	7,3%	6,4%
USD/UZS valyuta kursi	12 338	12 920	12 025	11 821

Multiplikatorlar	Book price	EPS	ROA	ROE	P/E	P/B
3,3 UZS, TTM	2,2	0,6	4,0%	25,6%	5,9	1,5

Prognoz

So‘nggi bir yil ichidagi asosiy o‘zgarishlardan biri bank kredit portfeli sifatining yaxshilanishi bo‘ldi. 2026-yilning 9 oyi yakunlariga ko‘ra, “Ipoteka-bank” 2,07 trln so‘m sof foyda bilan bank sektori bo‘yicha eng yuqori natijalaridan birini qayd etdi. Bu o‘tgan yilning mos davridagi ko‘rsatkichdan qariyb 20 baravar ko‘p.

Tahlilimizga ko‘ra, bank aksiyalari adolatli qiymatidan taxminan 20% past narxda sotilmoqda. Foydaning barqarorlashuvi va kredit portfeli sifatining yuqori darajada saqlanishi natijasida bozor ushbu diskontni bosqichma-bosqich qisqartiradi, deb kutmoqdamiz.

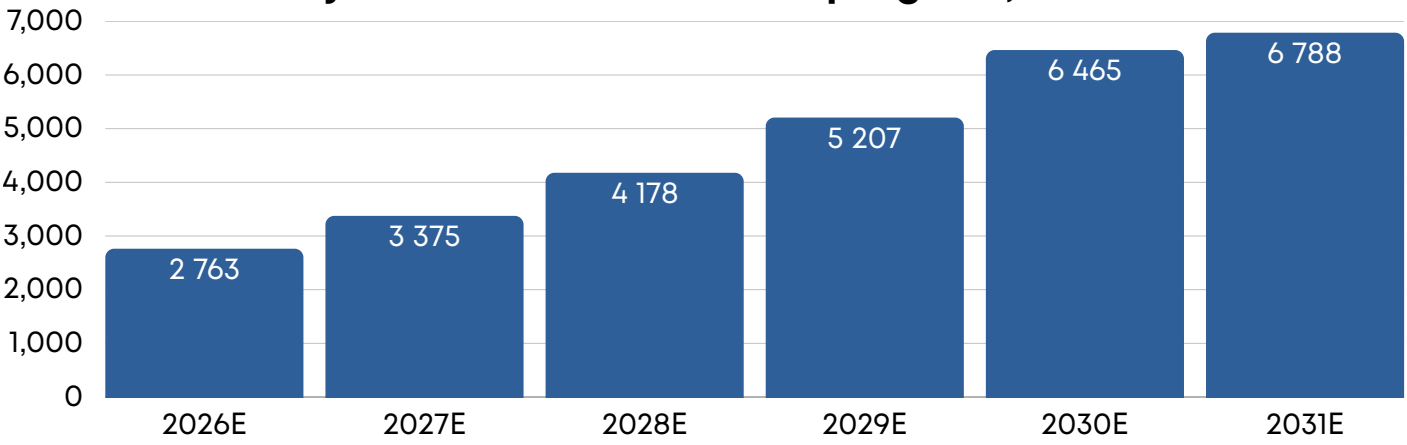
Aksiyaning adolatli qiymati:
=7,5 UZS

Hozirgi narx (2026 Oktabr oxiri bo’yicha):
6,0 UZS. **O'sish salohiyati: +25%**

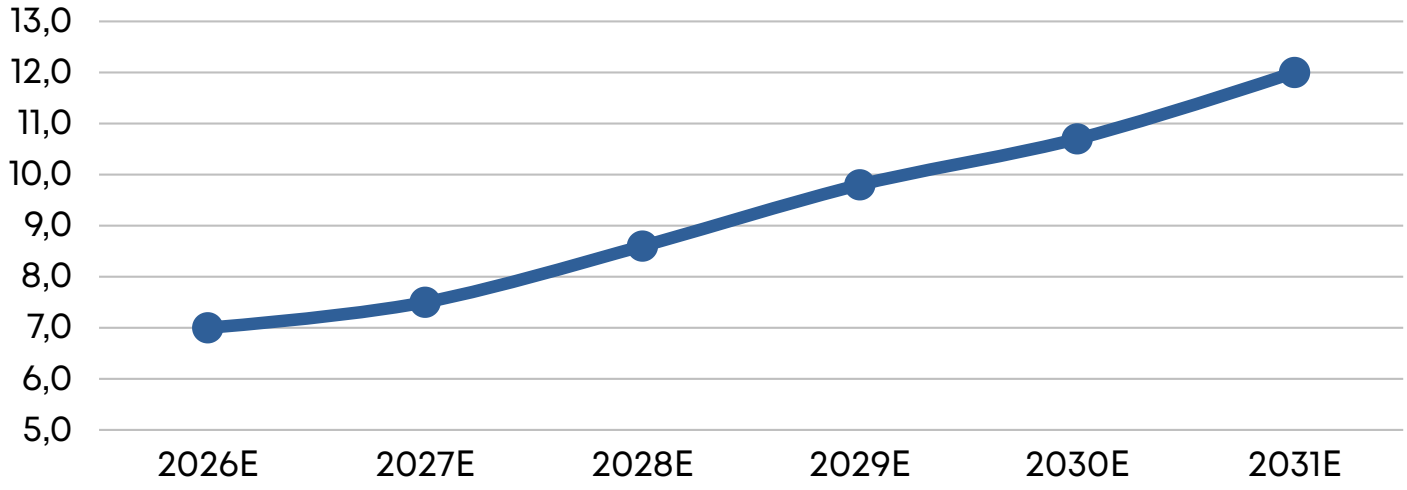
Jozibadorlik reytingi:
Yetarlicha baholanmagan.
Investitsiya davri: 1 – 5 yil.

Bozor hozircha bank moliyaviy ko‘rsatkichlarining barqaror yaxshilanishini to‘liq hisobga olmayapti.

Sof foyda dinamikasi va o'sish prognozi, mlrd UZS



Oddiy aksiyalar narxining o‘sish dinamikasi va prognozi, so’mda



KAPDEPO INVESTMENT BANK

Xulosa

Kelgusi yillarda "Ipoteka-bank" uchun asosiy vazifa kredit portfelining sifatini yomonlashtirmagan holda kreditlash hajmini yana oshirishdan iborat bo‘ladi. OTP Group bankka kelganidan so‘ng muammoli aktivlar bilan ishlash bo‘yicha keng ko‘lamli ishlar amalga oshirildi va hozirda ularning natijalari yaqqol ko‘zga tashlanmoqda.

Muammoli kreditlar (NPL) ulushi 2024-yil oxiridagi 10,2%dan 2026-yil 1-oktabr holatiga 3,3%gacha pasaydi. Bu bank tizimi bo‘yicha o‘rtacha ko‘rsatkichdan (3,8%) ham past. Zaxiralarga tushadigan yuk ham kamaydi: 2024–2025-yillarda zaxiralarga ajratmalar har yili qariyb 4 trln so‘mni tashkil etgan bo‘lsa, 2026-yilning 9 oyida bu ko‘rsatkich 1,3 trln so‘mgacha tushdi. Bundan tashqari, bank avval yaratilgan 1,1 trln so‘mlik zaxiralarni qayta tikladi. Natijada 2026-yil yanvar–sentabr oylarida sof foyda 2,07 trln so‘mga yetdi. Bir yil avval bu ko‘rsatkich 102,5 mlrd so‘mni tashkil etgan edi.

Bank biznesining asosini hamon chakana kreditlash tashkil etadi. Markaziy bank ma’lumotlariga ko‘ra, 2026-yil 1-oktabr holatiga jismoniy shaxslarga ajratilgan kreditlar 30,8 trln so‘mga yoki jami kredit portfelining 82%ga yetdi. Mamlakatdagi jami chakana kreditlarning 12,4% "Ipoteka-bank" hissasiga to‘g‘ri keladi. Bu banklar orasidagi eng yuqori ko‘rsatkichdir. Bunday tuzilma 2023–2024-yillarda aktivlar sifati yomonlashishining asosiy sabablaridan biriga aylangan ayrim yirik qarz oluvchilarga qaramlikni kamaytirish imkonini beradi. Shu bilan birga, bankning resurs bazasida muayyan nomutanosiblik saqlanib qolmoqda: depozitlarning 81% yuridik shaxslar hissasiga to‘g‘ri keladi, kreditlar hajmi esa depozitlar hajmidan taxminan 1,3 baravar yuqori.

Qoldiq daromad modelimizga ko‘ra, oddiy aksiyaning adolatli qiymati taxminan 7,50 so‘mni tashkil etadi. Joriy bozor narxi 6,0 so‘m bo‘lganida, aksiyaning o‘sish salohiyati qariyb 25%ga baholanmoqda. 2026-yil uchun prognoz qilinayotgan foydadan kelib chiqib, aksiyalar taxminan 8,1x P/E multiplikatorida savdo qilinmoqda. Hisoblangan adolatli qiymatga erishilgan taqdirda, bu ko‘rsatkich 11,4xni tashkil etadi. Uzoq muddatli istiqbolda aksiya narxi 2031-yilga borib 12 so‘mga yetishini kutmoqdamiz. Bu joriy darajadan deyarli ikki baravardan ko‘proq yuqori bo‘lib, adolatli qiymatga nisbatan yiliga o‘rtacha 10% o‘sishni nazarda tutadi.

Biroq 2026-yilda qayd etilgan yuqori foyda bank to‘laqonli o‘sish bosqichiga qaytganini hali anglatmaydi. Moliyaviy natijaning yaxshilanishi sezilarli darajada zaxiralarga ajratmalar kamayishi va avval yaratilgan zaxiralarning qayta tiklanishi bilan bog‘liq. Shu sababli investorlar uchun asosiy savol bank kelgusida asosiy faoliyati hisobiga o‘sishni ta’minlay oladimi, degan masaladir. Buning uchun kredit portfelini kengaytirish, yangi ajratilayotgan kreditlar sifatini saqlash va maqbul shartlarda resurslar jalb qilish zarur.

Shunday qilib, aksiyalar narxining keyingi dinamikasi "Ipoteka-bank" tiklanish bosqichidan barqaror o‘sish bosqichiga qanchalik muvaffaqiyatli o‘tishiga bog‘liq bo‘ladi. Hisoblangan adolatli qiymat aynan shu ssenariy amalga oshishini nazarda tutadi: bank kreditlash hajmini oshirishda davom etishi, kredit riski qiymatini past darajada ushlab turishi va barqaror foiz marjasini saqlashi lozim.

KAPDEPO
INVESTMENT BANK



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

Mazkur material “KAPITAL-DEPOZIT” MChJ tahlilchisi Kamronbek Yo’ldoshev tomonidan tayyorlangan. Kompaniya ushbu hisobotda har qanday qimmatli qog'oz yoki kompaniyaga nisbatan ifodalangan barcha pozitsiyalar tahlilchining har qanday tahlil qilingan kompaniya yoki xavfsizlik bo'yicha shaxsiy qarashlarini aks ettirishini e'lon qiladi. Har bir tahlilchi va/yoki har qanday tahlilchi bilan bog'langan shaxslar bozor ma'lumotlarini to'plash, to'plash va sharhlash uchun treyderlar va boshqa xodimlar bilan o'zaro aloqada bo'lishi mumkin.

Tahlilchilarning hech biri, kompaniya, uning direktorlari va xodimlari ushbu Hisobotdan yoki uning mazmunidan har qanday foydalanish natijasida yuzaga keladigan yoki ushbu Hisobot bilan bog'liq holda yuzaga keladigan har qanday zararlar uchun hech qanday tarzda javobgar bo'lmaydi. Har bir tahlilchi va/yoki unga aloqador shaxslar ushbu Hisobotga muvofiq choralar ko‘rishi yoki ushbu Hisobotda keltirilgan ma’lumotlardan, shuningdek, ushbu Hisobot tuzilgan tahliliy ish natijalaridan foydalanishi mumkin.

Ushbu hujjatda ko'rsatilgan ma'lumotlar har qanday sotib oluvchi yoki boshqa shaxs tomonidan qimmatli qog'ozlarga nisbatan investitsiya qarorlarini qabul qilish uchun asos bo'la olmaydi. Ushbu Hisobot kompaniya biznesi, uning aktivlari yoki qimmatli qog'ozlari qiymatini baholash emas. Olingan mukofotning hech bir qismi ushbu Hisobotda taqdim etilgan aniq tavsiya(lar) yoki fikr(lar) bilan bevosita yoki bilvosita bog'liq bo'lmagan, bog'lanmagan yoki bog'liq bo'lmaydi. Tahlilchilarning ish haqi “KAPITAL-DEPOZIT” MChJ mijozlari bo‘lgan investorlarga imtiyozlar berishga qaratilgan faoliyat va xizmatlarga qarab belgilanadi.

“KAPITAL-DEPOZIT” MChJning barcha xodimlari singari, tahlilchilar ham “KAPITAL-DEPOZIT” MChJ rentabelligiga qarab haq oladilar, bu kompaniya bo‘linmalari tomonidan amalga oshiriladigan boshqa faoliyatdan olingan daromadlarni o‘z ichiga oladi. Tahlilchilar yoki ularning filiallari yoki boshqalar kompaniyaning sotuvga qo'yilgan qimmatli qog'ozlari bo'yicha anderrayting guruhining a'zolaridir yoki bo'lishi mumkin. Tahlilchilar kompaniyaning qimmatli qog'ozlarini kelgusida ommaviy joylashtirishda qatnashish huquqiga ega.

Ushbu Hisobotda keltirilgan har qanday mulohazalar yoki fikrlar ushbu Hisobot nashr etilgan paytda dolzarb hisoblanadi. Agar ushbu Hisobotning sanasi eskirgan bo'lsa, qarashlar va mazmun tahlilchining hozirgi fikrini aks ettirmasligi mumkin. Ushbu ma'lumot moliyaviy yoki tijorat xarakterdagi joriy voqealarning to'liq xulosasi emas va shuning uchun foydalanilmasligi kerak. “Kapital-Depozit” MChJ O‘zbekiston Respublikasi qimmatli qog‘ozlar bozorida qimmatli qog‘ozlar bozori professional ishtirokchisining quyidagi litsenziyalari asosida faoliyat yuritayotganligi haqida xabar beradi: brokerlik va depozitarlik faoliyati uchun 27.04.2015-yildagi 1196-son; investitsiya maslahatchisi faoliyatini amalga oshirish uchun 27.04.2015 yildagi 1197-son; investitsiya aktivlarini ishonchli boshqarish bo‘yicha faoliyatni amalga oshirish uchun 2017-yil 29-dekabrdagi 1296-son.