

Аналитический обзор TBC Bank

эмитент: TBC Bank Group PLC (LSE: TBCG)



Дата аналитического среза: 14 июля 2026 года
Последняя опубликованная финансовая отчётность: первый квартал 2026 года
Рыночные данные: по состоянию на 13 июля 2026 года

1. Краткое резюме

TBC Bank Group PLC - зарегистрированная в Англии и Уэльсе публичная финансовая холдинговая компания, объединяющая два различных, но взаимодополняющих направления: крупную универсальную финансовую группу в Грузии и быстрорастущую цифровую финансовую экосистему в Узбекистане. Акции холдинга торгуются на основном рынке Лондонской фондовой биржи под тикером TBCG и входят в индекс FTSE 250.

Грузинский бизнес является основным источником прибыли, капитала и дивидендов группы. TBC занимает ведущие позиции в корпоративном банковском обслуживании, работе с состоятельными клиентами, кредитовании малого и среднего бизнеса и ряде розничных продуктов. Узбекистан, напротив, представляет собой ещё формирующееся направление, построенное преимущественно с нуля на основе мобильного банка, платёжной платформы Raume и цифровых продуктов для физических лиц и предпринимателей.

По итогам 2025 года группа получила рекордную чистую прибыль в размере 1,42 млрд лари, увеличив её на 9% по сравнению с предыдущим годом. Рентабельность капитала составила 24,2%, кредитный портфель достиг 30,2 млрд лари, а клиентские депозиты - 25,7 млрд лари. Число зарегистрированных пользователей выросло до 26,6 млн, а количество ежемесячно активных пользователей цифровых сервисов - до 7,3 млн.

Результаты первого квартала 2026 года подтвердили устойчивость основного бизнеса. Чистая прибыль увеличилась на 14,5% год к году, до 364,7 млн лари, а рентабельность капитала составила 23,4%. Кредитный портфель вырос на 11,4%, депозиты - на 13,9%,



собственный капитал - на 13,8%. Одновременно операционные расходы увеличились быстрее доходов, а доля проблемных кредитов поднялась с 2,5% до 3,0%.

Главный вопрос инвестиционного тезиса связан с Узбекистаном. За 2025 год узбекское направление обеспечило значительный рост клиентской базы, кредитов и депозитов, однако его рентабельность снизилась, а стоимость кредитного риска заметно выросла. В первом квартале 2026 года рентабельность капитала узбекского бизнеса составила 10,9%, доля проблемных кредитов достигла 6,7%, а стоимость риска - 10,2%. Это пока не создаёт угрозы для финансовой устойчивости всей группы, но ограничивает вклад Узбекистана в консолидированную прибыль.

Таким образом, TBC Bank Group сочетает:

- высокодоходный и зрелый банковский бизнес в Грузии;
- существенный потенциал роста на более крупном рынке Узбекистана;
- сильную цифровую инфраструктуру;
- устойчивую капитальную позицию;
- регулярные дивиденды и обратный выкуп акций;
- повышенные страновые, регуляторные и кредитные риски.

На 13 июля 2026 года акции закрылись на уровне около 46,34 фунта стерлингов. Рыночная капитализация составляла приблизительно 2,55–2,58 млрд фунтов, а 52-недельный диапазон котировок - 36,15–52,00 фунта. Текущая цена предполагает умеренную оценку прибыли группы, но уже учитывает высокое качество грузинского бизнеса. Дальнейший устойчивый рост котировок будет в значительной степени зависеть от нормализации результатов в Узбекистане.

2. Профиль эмитента

Для целей фондового анализа необходимо различать операционный банк **JSC TBC Bank** и эмитента акций, обращающихся на бирже - **TBC Bank Group PLC**.





TBC Bank Group PLC является публичной холдинговой компанией, зарегистрированной в Англии и Уэльсе. По состоянию на конец 2025 года ей принадлежало 99,88% капитала JSC TBC Bank. Через TBC Digital группа косвенно контролировала 79,69% узбекского банка и связанных с ним цифровых активов.

JSC TBC Bank был учреждён 17 декабря 1992 года и работает по генеральной банковской лицензии Национального банка Грузии с 20 января 1993 года. На конец 2025 года банк располагал 122 отделениями в Грузии. Его основными направлениями являются розничное, корпоративное и инвестиционно-банковское обслуживание, а также работа с микро-, малыми и средними предприятиями.

Грузинская часть группы также включает:

- TBC Capital - брокерские, аналитические и инвестиционно-банковские услуги;
- TBC Leasing - лизинг;
- TBC Insurance - страхование;
- TBC Pay и другие платёжные сервисы;
- TBC Asset Management - управление активами;
- TNET - цифровые торговые площадки и сопутствующие сервисы.

Узбекское направление объединяет TBC Uzbekistan, Payme, микрофинансовые, страховые, платёжные и технологические компании, а также сервисы оплаты частями и решения для предпринимателей. В мае 2025 года структура бизнеса была реорганизована: TBC Digital стала непосредственным владельцем TBC Uzbekistan и Payme.

У холдинга отсутствует единый контролирующий акционер. На конец 2025 года совокупная доля основателей Мамуки Хазарадзе и Бадри Джапаридзе составляла 15,33%. Среди крупных институциональных акционеров находились BlackRock, Dunross, Fidelity International, Vanguard, GTN Asia Financial Services и Allan Gray Investment Management.

Следовательно, объектом инвестирования является не отдельный грузинский банк, а публичная финансовая группа с британской холдинговой структурой и основными операционными активами в Грузии и Узбекистане.

3. История листинга и эволюция структуры

TBC Bank был основан в 1992 году, а в 1993 году получил генеральную банковскую лицензию. За последующие два десятилетия он вырос из небольшого частного банка в одну из системообразующих финансовых организаций Грузии.

В 2014 году TBC Bank провёл первичное размещение глобальных депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже. Международный листинг предоставил банку доступ к институциональному капиталу и повысил требования к прозрачности, корпоративному управлению и раскрытию информации. Компания отмечает, что именно с первичного размещения 2014 года начинается её более чем десятилетняя история публичного роста.

В 2016 году была сформирована британская холдинговая компания TBC Bank Group PLC. Её акции были допущены к торгам на основном рынке Лондонской фондовой биржи 10 августа 2016 года, а владельцы ранее обращавшихся ценных бумаг JSC TBC Bank получили акции нового холдинга. Впоследствии компания вошла в FTSE 250.

Следующий этап развития начался в 2019 году с выходом на рынок Узбекистана и приобретением доли в платёжной платформе Payme. В апреле 2020 года TBC Uzbekistan получил банковскую лицензию и начал работу как мобильный банк, не опирающийся на крупную традиционную сеть отделений.



В 2025 году группа объединила TBC Uzbekistan и Payme под контролем TBC Digital, расширила предложение для предпринимателей и приобрела контрольную долю в Shoppe Group - владельце платформы BILLZ, предназначенной для автоматизации розничной торговли.

Эволюцию группы можно представить как последовательный переход:

грузинский частный банк → международно листинговый банковский холдинг → двухстрановая финансово-технологическая группа.

В отличие от Lion Finance Group, расширившей географию через приобретение уже сформированного крупного банка, TBC создаёт основную часть узбекского бизнеса самостоятельно. Это повышает потенциальную долгосрочную доходность проекта, но одновременно требует существенных первоначальных инвестиций и самостоятельного формирования клиентской и кредитной истории.

4. История котировок на LSE и поведение акций

Котировки TBCG в последние годы отражали одновременно рост прибыли группы, повышение балансовой стоимости и сохраняющуюся премию за страновой риск.

На 13 июля 2026 года акция закрылась приблизительно на уровне 46,22 фунта стерлингов. За предыдущие 52 недели цена находилась в диапазоне 36,15–52,00 фунта. С начала 2026 года акции выросли приблизительно на 14%, но оставались примерно на 11% ниже 52-недельного максимума.



TBC Bank Group PLC

4 621,50 GBX ▲ +287,71% (+3 429,50)

13 июл., 17:30:00 UTC+1 · GBX



Динамика котировок определяется взаимодействием нескольких факторов.

Положительное влияние оказывают:

- высокая рентабельность грузинского бизнеса;
- рост кредитного портфеля и капитала;
- регулярные дивиденды;
- программы обратного выкупа акций;
- долгосрочный потенциал узбекского рынка.



Давление на оценку создают:

- ухудшение качества части узбекского кредитного портфеля;
- изменения регулирования потребительского кредитования;
- рост операционных расходов;
- валютные и политические риски;
- вероятность дальнейших инвестиций в международное расширение.

При рыночной цене около 46,22 фунта отношение цены к прибыли находилось приблизительно на уровне 6,3–6,4. Для банка с рентабельностью капитала выше 23% это невысокий показатель. Вместе с тем акции уже торгуются с заметной премией к собственным историческим средним значениям по отношению цены к балансовой стоимости. Поэтому дальнейшая переоценка потребует не только сохранения результатов в Грузии, но и улучшения прибыльности Узбекистана.

5. География бизнеса и бизнес-модель

Бизнес-модель TBC Group основана на сочетании двух рынков, находящихся на разных этапах развития.

Грузия - основа прибыли и капитала

Грузинский бизнес представляет собой зрелую универсальную финансовую группу с крупной клиентской и депозитной базой, развитой сетью цифровых каналов и сильными позициями практически во всех ключевых сегментах.

TBC Bank и Bank of Georgia совместно контролируют около 76% активов банковской системы Грузии. На конец 2025 года доля TBC в корпоративном кредитовании составляла 43,6%, в кредитовании состоятельных клиентов - 52,8%, а в сегменте быстрых потребительских кредитов - 31,5%.

Масштаб позволяет банку поддерживать:

- устойчивую депозитную базу;
- высокую операционную эффективность;
- значительные комиссионные доходы;
- развитые корпоративные и инвестиционно-банковские услуги;
- перекрёстные продажи страховых, инвестиционных и платёжных продуктов.

В первом квартале 2026 года грузинский бизнес показал рентабельность капитала 24,1%, отношение расходов к доходам 34,0% и стоимость кредитного риска 0,6%. Эти показатели подтверждают, что именно Грузия остаётся основным источником устойчивой прибыли группы.

Узбекистан - главный источник потенциального роста

Узбекистан значительно превосходит Грузию по численности населения и остаётся менее насыщенным частными банковскими и цифровыми финансовыми услугами. TBC развивает здесь мобильную модель, объединяющую банковские продукты, платежи, потребительское кредитование, страхование и решения для предпринимателей.

По итогам 2025 года кредитный портфель узбекского направления вырос на 45%, до 2,55 млрд лари, а депозиты - на 40%, до 1,48 млрд лари. TBC Uzbekistan вошёл в десятку крупнейших банков страны по розничным кредитам и депозитам с долями рынка около 4,2% и 3,8% соответственно.

Важным изменением становится постепенный переход от преимущественно потребительской модели к обслуживанию микро-, малых и средних предприятий. На конец



2025 года портфель кредитов предпринимателям достиг примерно 420 млн лари и составлял более 15% узбекского кредитного портфеля. Приобретение платформы BILLZ дополнительно расширило доступ группы к предприятиям розничной торговли.

В первом квартале 2026 года группа сократила часть потребительского кредитования в ответ на изменения регулирования и структуры риска. Узбекский кредитный портфель уменьшился на 9,9% по сравнению с концом 2025 года, до 2,30 млрд лари, но оставался на 6,9% выше уровня годичной давности. Депозиты за квартал выросли на 5,5%, до 1,56 млрд лари.

Таким образом, Узбекистан уже доказал способность быстро привлекать пользователей и наращивать объёмы операций. Однако следующим этапом должна стать не просто дальнейшая экспансия, а повышение качества кредитного портфеля и устойчивой доходности после резервов и операционных расходов.

Стратегические ориентиры

На период 2026–2028 годов руководство установило следующие основные цели:

Показатель	Целевой ориентир
Ежегодный рост кредитного портфеля	более 15%
Ежегодная рентабельность капитала	более 23%
Доля прибыли, распределяемая через дивиденды и обратный выкуп	25–45%
Целевое количество ежемесячно активных цифровых пользователей	около 12 млн
Долгосрочное направление	укрепление Грузии, масштабирование Узбекистана и дисциплинированный выход на третий рынок

Главным конкурентным преимуществом группы является возможность использовать прибыль и капитал зрелого грузинского бизнеса для финансирования цифрового роста в Узбекистане. Главным ограничением этой модели является риск того, что новые направления будут продолжительное время потреблять капитал, не обеспечивая сопоставимой рентабельности.

6. Финансовый профиль и результаты

Результаты 2025 года

По итогам 2025 года группа сохранила высокие темпы роста доходов и прибыли.

Показатель	2025 год	Изменение за год
Операционные доходы	3,39 млрд GEL	+20%
Чистая прибыль	1,42 млрд GEL	+9%
Рентабельность капитала	24,2%	–1,4 п.п.
Кредитный портфель	30,15 млрд GEL	+12%*
Клиентские депозиты	25,66 млрд GEL	+13%*
Чистая процентная маржа	7,0%	без существенного изменения
Расходы / доходы	37,5%	умеренное улучшение
Стоимость кредитного риска	1,5%	рост
Доля проблемных кредитов	2,7%	рост

*В постоянной валюте.



Рост доходов и прибыли подтверждает устойчивость основного бизнеса. Вместе с тем увеличение стоимости риска и проблемных кредитов показывает, что более быстрый рост Узбекистана сопровождается заметным ухудшением совокупного кредитного профиля группы.

Результаты первого квартала 2026 года

Показатель	1К 2026	Изменение год к году
Чистый процентный доход	625,0 млн GEL	+17,2%
Чистый комиссионный доход	135,4 млн GEL	-8,5%
Операционные доходы	859,3 млн GEL	+11,0%
Операционные расходы	345,5 млн GEL	+20,0%
Чистая прибыль	364,7 млн GEL	+14,5%
Рентабельность капитала	23,4%	+0,2 п.п.
Чистая процентная маржа	7,0%	+0,3 п.п.
Расходы / доходы	40,2%	+3,0 п.п.
Стоимость кредитного риска	1,3%	-0,1 п.п.
Доля проблемных кредитов	3,0%	+0,5 п.п.

Чистая прибыль росла быстрее операционных доходов, однако частично это было связано с более низкими налоговыми расходами и признанием налоговых активов в Узбекистане. Одновременно рост затрат существенно превысил рост доходов, из-за чего отношение расходов к доходам ухудшилось до 40,2%.

Баланс продолжил расширяться:

Показатель	31 марта 2026 года	Изменение год к году
Активы	44,58 млрд GEL	+10,8%
Кредитный портфель	30,47 млрд GEL	+11,4%
Клиентские депозиты*	25,42 млрд GEL	+13,9%
Собственный капитал	6,51 млрд GEL	+13,8%
Балансовая стоимость одной акции	115,30 GEL	+15,6%

*Без депозитов Министерства финансов.

Сравнение Грузии и Узбекистана

Показатель, 1К 2026	Грузия	Узбекистан
Рентабельность капитала	24,1%	10,9%
Расходы / доходы	34,0%	55,3%
Чистая процентная маржа	6,2%	17,1%
Стоимость кредитного риска	0,6%	10,2%
Доля проблемных кредитов	2,7%	6,7%
Изменение кредитного портфеля год к году	+11,9%	+6,9%
Изменение кредитного портфеля за квартал	+2,1%	-9,9%

Высокая процентная маржа узбекского направления отражает доходность необеспеченного кредитования, но сама по себе не свидетельствует о высокой экономической эффективности. После резервов, стоимости фондирования и операционных расходов итоговая рентабельность Узбекистана значительно уступает грузинскому бизнесу.

На уровне группы покрытие проблемных кредитов резервами снизилось с 73,6% до 65,4%. С учётом стоимости обеспечения совокупное покрытие составляло 123,1%. Снижение



коэффициента не является критическим, но требует наблюдения, особенно в контексте роста просрочки в Узбекистане.

7. Капитал, дивиденды и обратный выкуп акций

Достаточность капитала

По состоянию на 31 марта 2026 года оба основных банка группы располагали запасом капитала относительно регуляторных требований.

Показатель	Грузия	Узбекистан
Основной капитал первого уровня	16,6%	18,5%
Капитал первого уровня	19,8%	18,5%
Совокупный капитал	22,4%	19,6%

Такие показатели позволяют группе продолжать кредитование, распределять часть прибыли между акционерами и финансировать дальнейшее развитие Узбекистана. Вместе с тем продолжительное сохранение высокой стоимости риска в узбекском сегменте увеличивало бы потребление капитала и снижало его способность самостоятельно финансировать рост.

Привлечение капитала и долговое финансирование

В 2024 году JSC TBC Bank разместил бессрочные субординированные облигации дополнительного капитала первого уровня объемом 300 млн долларов с купоном 10,25%.

В июне 2025 года холдинг начал размещение трёхлетних синтетических облигаций общим объемом до 200 млн долларов, номинированных в узбекских сумах и рассчитываемых в долларах. На конец года объем размещённого выпуска составлял 140 млн долларов, а купон - 22% в сумах. Средства направляются на финансирование бизнеса в Узбекистане.

Высокий номинальный купон отражает процентную среду Узбекистана и валютную структуру инструмента. Для долгосрочной рентабельности узбекского бизнеса важным остаётся дальнейшее увеличение местной депозитной базы и снижение зависимости от более дорогого внешнего финансирования.

Дивиденды и обратный выкуп

За 2025 год совет директоров предложил совокупный дивиденд в размере 8,87 лари на акцию, что на 10% больше, чем годом ранее. На дивиденды было направлено около 35% чистой прибыли. С учётом программы обратного выкупа на 75 млн лари совокупный возврат капитала акционерам соответствовал 40% прибыли - верхней границе установленного группой диапазона.

Показатель	Значение
Совокупный дивиденд за 2025 год	8,87 GEL на акцию
Рост дивиденда	10%
Доля прибыли, направленная на дивиденды	35%
Обратный выкуп	75 млн GEL
Дивиденды и выкуп / чистая прибыль	40%
Дивиденд за 1K 2026	1,75 GEL на акцию
Стратегический диапазон распределения	25–45% прибыли

Политика распределения капитала является одним из ключевых преимуществ акций TBCG. Она показывает, что руководство рассматривает рост и доходы акционеров как взаимодополняющие, а не взаимоисключающие цели.



8. Рыночное восприятие, драйверы и риски

Аналитическое покрытие

TBC Bank Group покрывается рядом международных и региональных инвестиционных компаний.

Организация	Аналитик
Cavendish	Rahim Karim
Citi	Simon Nellis
Investec	Piers Brown
Peel Hunt	Rae Maile
Roemer Capital	Alexander Kantarovich
Wood & Company	Dmitry Vlasov

Агрегированные прогнозы различаются в зависимости от источника и даты обновления. Один из актуальных сводных прогнозов пяти аналитиков указывал медианную 12-месячную целевую цену около 56,0 фунта при диапазоне приблизительно 52,7–59,4 фунта. Другие агрегаторы показывали среднюю оценку в пределах 57–58 фунтов. Общий фон аналитического покрытия остаётся преимущественно положительным.

Одновременно отдельные аналитики занимали более осторожную позицию. В частности, в мае 2026 года Roemer Capital понизила рекомендацию до уровня «Продавать». Расхождение оценок отражает разные взгляды на то, насколько быстро узбекское направление сможет восстановить качество кредитного портфеля и прибыльность.

Основные драйверы роста стоимости

Драйвер	Значение для инвестиционного тезиса
Лидерские позиции в Грузии	Обеспечивают устойчивую клиентскую базу, депозиты, комиссионные доходы и высокую прибыль
Рентабельность капитала выше 23%	Поддерживает рост балансовой стоимости и позволяет распределять капитал между акционерами
Масштабирование Узбекистана	Может существенно увеличить рынок, клиентскую базу и долгосрочную прибыль группы
Рост цифровой активности	Повышает масштабируемость, снижает стоимость обслуживания и расширяет возможности перекрёстных продаж
Развитие продуктов для предпринимателей	Снижает зависимость Узбекистана от необеспеченного потребительского кредитования
Дивиденды и обратный выкуп	Формируют дополнительную доходность и поддерживают оценку акций
Рост балансовой стоимости	Создаёт фундаментальную основу для повышения котировок
Умеренный коэффициент цены к прибыли	Оставляет потенциал переоценки при сохранении высокой рентабельности

Основным драйвером остаётся не сам по себе рост Узбекистана, а возможность сделать его прибыльным без чрезмерного потребления капитала. В случае нормализации стоимости риска и снижения отношения расходов к доходам узбекское направление способно существенно повысить общую оценку группы. Пока же рынок преимущественно оценивает TBC как высококачественный грузинский банк с потенциальной, но ещё не полностью подтверждённой региональной составляющей.

**Основные риски**

Риск	Содержание	Основные показатели для наблюдения
Кредитный риск Узбекистана	Высокая просрочка и значительные расходы на резервы	Стоимость риска, проблемные кредиты, их покрытие резервами
Регуляторный риск Узбекистана	Ограничения потребительского кредитования и изменение требований к капиталу	Темпы выдач, структура портфеля, достаточность капитала
Страновая концентрация	Основная прибыль формируется в Грузии, а рост зависит от Узбекистана	Макроэкономическая динамика и суверенные рейтинги
Политический риск	Политическая напряжённость может влиять на валюту, инвестиции и восприятие страны	Курс лари, потоки капитала, стоимость фондирования
Валютный риск	Прибыль формируется в лари и сумах, акции оцениваются в фунтах	Курсы GEL/GBP, UZS/GEL и USD/GEL
Рост расходов	Инвестиции в технологии, персонал и новые продукты могут опережать рост доходов	Отношение расходов к доходам
Снижение маржи	Конкуренция и стоимость фондирования могут сокращать процентную маржу	Чистая процентная маржа и стоимость депозитов
Кибербезопасность	Высокая зависимость от мобильных приложений и обработки клиентских данных	Доступность систем и число существенных инцидентов
Выход на третий рынок	Новая экспансия может распылить капитал и управленческие ресурсы	Объём инвестиций и сроки выхода на прибыльность
Риск оценки	Акции торгуются выше собственных исторических средних по ряду балансовых показателей	Цена / прибыль и цена / балансовая стоимость

Наиболее существенными представляются первые три риска. Высокая прибыльность Грузии пока компенсирует слабые показатели Узбекистана, однако продолжительное ухудшение качества узбекского портфеля могло бы ограничить дивиденды, замедлить рост капитала и снизить готовность рынка оценивать компанию как региональную финансово-технологическую группу.

9. Заключение

TBC Bank Group PLC представляет собой сочетание зрелого высокорентабельного бизнеса и более рискованного направления регионального роста.

Грузинский сегмент обладает сильной банковской франшизой, значительными долями рынка, развитой депозитной базой, устойчивой рентабельностью и широким набором финансовых услуг. Он обеспечивает основную часть прибыли, капитала и средств, возвращаемых акционерам.

Узбекистан предоставляет группе доступ к значительно более крупному и менее насыщенному финансовыми услугами рынку. TBC уже сформировала там крупную пользовательскую базу, вошла в десятку банков по розничным кредитам и депозитам и начала развивать полноценное обслуживание предпринимателей.

Однако быстрый рост узбекского бизнеса сопровождался повышенной стоимостью риска. В первом квартале 2026 года его рентабельность капитала составляла только 10,9%, отношение расходов к доходам - 55,3%, а доля проблемных кредитов - 6,7%. Эти показатели заметно уступают результатам грузинского направления.



На текущем этапе инвестиционный тезис строится на трёх положениях:

1. грузинский бизнес продолжит обеспечивать рентабельность капитала выше 20%;
2. Узбекистан постепенно восстановит качество кредитного портфеля и выйдет на более устойчивую доходность;
3. группа сохранит дисциплинированную политику распределения капитала.

Первое условие уже подтверждается фактическими результатами. Второе остаётся главным источником неопределённости. Третье поддерживается действующей дивидендной политикой и программами обратного выкупа.

В целом TBC Bank Group можно охарактеризовать как высокорентабельный финансовый холдинг с лидирующими позициями в Грузии и значительным региональным потенциалом, но с повышенной чувствительностью к качеству исполнения стратегии в Узбекистане.

10. Наша рекомендация

По состоянию на 13 июля 2026 года акции TBCG торговались приблизительно по 46,34 фунта стерлингов.

Рекомендация - Покупать

Целевая цена - 55 GBP

Потенциал роста - около 19% без учёта дивидендов

Целевая цена учитывает:

- сохранение рентабельности капитала группы выше 23%;
- рост балансовой стоимости одной акции;
- прибыльность и устойчивость грузинского бизнеса;
- постепенную нормализацию качества кредитов в Узбекистане;
- дивидендные выплаты и обратный выкуп;
- повышенные страновые, валютные и регуляторные риски.

Целевой уровень 55 фунтов соответствует приблизительно 1,7 балансовой стоимости на акцию с учётом показателя на конец первого квартала 2026 года и текущего валютного курса. Такой коэффициент находится у верхней границы исторического диапазона ТВС, но может быть оправдан при сохранении рентабельности капитала выше 23% и подтверждении улучшения узбекского бизнеса.

Наша оценка несколько ниже части актуальных внешних прогнозов, медиана которых находится около 56 фунтов, и тем самым предусматривает дополнительную скидку за кредитный и регуляторный риск Узбекистана.

Основными условиями достижения целевой цены являются:

- сохранение высокой прибыльности в Грузии;
- снижение стоимости риска в Узбекистане;
- стабилизация доли проблемных кредитов;
- восстановление роста узбекского портфеля на более качественной основе;
- сохранение дивидендов и обратного выкупа;
- отсутствие существенного ухудшения политической и валютной обстановки.

Следующим важным событием станет публикация результатов за второй квартал и первое полугодие 2026 года, запланированная на **6 августа 2026 года**. Эти результаты должны показать, стало ли сокращение узбекского кредитного портфеля началом устойчивой нормализации его качества.



ПРИЛОЖЕНИЯ К АНАЛИТИЧЕСКОМУ ОБЗОРУ ЭМИТЕНТА

TBC Bank Group PLC / TBC Bank

Приложение 1. Хронология, структура и инвестиционная логика

Таблица 1. Идентификация эмитента

Показатель	Данные
Эмитент	TBC Bank Group PLC
Тикер	TBCG
Биржа	London Stock Exchange
Индекс	FTSE 250
Юрисдикция эмитента	Англия и Уэльс
Основной грузинский актив	JSC TBC Bank, доля 99,88%
Основной узбекский актив	TBC Digital / TBC Uzbekistan, косвенная доля 79,69%
Основные рынки	Грузия и Узбекистан
Модель	Универсальная финансовая группа в Грузии и цифровая финансовая экосистема в Узбекистане
ISIN	GB00BYT18307

Таблица 2. Ключевая корпоративная хронология

Год	Событие	Значение
1992	Основан TBC Bank	Начало развития основного банковского актива
1993	Получена генеральная банковская лицензия	Начало полноценной банковской деятельности
2014	Первичное размещение на LSE	Выход на международный рынок капитала
2016	Создан TBC Bank Group PLC и проведён листинг акций холдинга	Формирование британской публичной структуры
2017	Включение в FTSE 250	Расширение институциональной базы инвесторов
2019	Выход на рынок Узбекистана и инвестиция в Raume	Начало региональной экспансии
2020	Запуск TBC Uzbekistan	Создание цифрового банка с нуля
2025	Объединение узбекских активов в TBC Digital	Упрощение структуры и консолидация экосистемы
2025	Приобретение контрольной доли в BILLZ	Расширение предложения для предпринимателей
2026–2028	Новая стратегия группы	Рост кредитования, высокая рентабельность и возможный выход на третий рынок

Таблица 3. География бизнеса

Направление	Бизнес-модель	Роль в группе
Грузия	Универсальный банк и широкая финансовая экосистема	Основной источник прибыли, капитала и дивидендов
Узбекистан	Мобильный банк, платежи, кредитование и сервисы для бизнеса	Главный источник потенциального роста
Третий рынок	Возможная дисциплинированная экспансия	Долгосрочная возможность с повышенным риском исполнения

**Таблица 4. Изменение профиля группы после выхода в Узбекистан**

Параметр	До экспансии	Текущая модель
География	Преимущественно Грузия	Грузия и Узбекистан
Основной продукт	Универсальное банковское обслуживание	Универсальный банк плюс цифровая экосистема
Драйвер прибыли	Банковский рынок Грузии	Грузия остаётся основой, Узбекистан формирует потенциал роста
Основной риск	Концентрация на Грузии	Страновой риск дополнен кредитным и регуляторным риском Узбекистана
Долгосрочное позиционирование	Ведущий грузинский банк	Региональная финансово-технологическая группа

Таблица 5. Ключевые элементы инвестиционного тезиса

Блок	Содержание
Рыночные позиции	Лидерство в ключевых сегментах грузинского рынка
Прибыльность	Рентабельность капитала группы выше 23%
Цифровизация	Более 7 млн ежемесячно активных пользователей
Региональный рост	Масштабирование TBC Uzbekistan и Payme
Возврат капитала	Регулярные дивиденды и обратный выкуп
Листинг	Международная публичная история с 2014 года
Основная возможность	Рост финансовых услуг в Узбекистане
Главный риск	Качество и рентабельность узбекского кредитного портфеля



Приложение 2. Финансово-рыночная справка

Таблица 6. Рыночный профиль акций

Показатель	Данные
Тикер	TBCG
Цена на 13 июля 2026 года	46,34 GBP
Рыночная капитализация	около 2,55–2,58 млрд GBP
52-недельный диапазон	36,15–52,00 GBP
Изменение с начала 2026 года	около +14%
Ориентировочное отношение цены к прибыли	около 6,3–6,4
Целевая цена Rioni Capital	55 GBP
Потенциал роста	около 19%

Таблица 7. Основные финансовые результаты

Показатель	2025 год	1K 2026	Изменение 1K год к году
Операционные доходы	3,39 млрд GEL	859,3 млн GEL	+11,0%
Чистая прибыль	1,42 млрд GEL	364,7 млн GEL	+14,5%
Рентабельность капитала	24,2%	23,4%	+0,2 п.п.
Чистая процентная маржа	7,0%	7,0%	+0,3 п.п.
Расходы / доходы	37,5%	40,2%	+3,0 п.п.
Стоимость риска	1,5%	1,3%	–0,1 п.п.
Проблемные кредиты	2,7%	3,0%	+0,5 п.п.
Кредитный портфель	30,15 млрд GEL	30,47 млрд GEL	+11,4%
Клиентские депозиты	25,66 млрд GEL	25,42 млрд GEL*	+13,9%
Собственный капитал	6,35 млрд GEL	6,51 млрд GEL	+13,8%

*Без депозитов Министерства финансов.

Таблица 8. Сравнение направлений в первом квартале 2026 года

Показатель	Грузия	Узбекистан
Рентабельность капитала	24,1%	10,9%
Расходы / доходы	34,0%	55,3%
Чистая процентная маржа	6,2%	17,1%
Стоимость риска	0,6%	10,2%
Доля проблемных кредитов	2,7%	6,7%
Рост кредитов год к году	+11,9%	+6,9%
Изменение кредитов за квартал	+2,1%	–9,9%

**Таблица 9. Капитал и распределение прибыли**

Показатель	Значение
Основной капитал первого уровня, Грузия	16,6%
Совокупный капитал, Грузия	22,4%
Основной капитал первого уровня, Узбекистан	18,5%
Совокупный капитал, Узбекистан	19,6%
Дивиденд за 2025 год	8,87 GEL на акцию
Доля прибыли, направленная на дивиденды	35%
Обратный выкуп	75 млн GEL
Общий возврат капитала / прибыль	40%
Дивиденд за 1K 2026	1,75 GEL на акцию
Целевой диапазон распределения	25–45% прибыли

Таблица 10. Основные показатели на одну акцию и оценка

Показатель	Значение
Количество обыкновенных акций на 31 марта 2026 года	55,73 млн
Прибыль на акцию за 1K 2026	6,56 GEL
Разводнённая прибыль на акцию	6,49 GEL
Балансовая стоимость одной акции	115,30 GEL
Рост балансовой стоимости год к году	15,6%
Ориентировочное отношение цены к прибыли	6,3–6,4
Ориентировочная текущая цена / балансовая стоимость	около 1,5
Коэффициент, предполагаемый целевой ценой	около 1,7

**ДИСКЛЕЙМЕР**

Настоящий аналитический обзор (далее - «Обзор») подготовлен Rioni Capital LLC исключительно в информационных целях. Обзор не является и не должен рассматриваться как индивидуальная инвестиционная рекомендация, инвестиционный совет, предложение, оферта, приглашение делать оферту, рекомендация по покупке, продаже, подписке, обмену, погашению, удержанию какого-либо финансового инструмента, совершению какой-либо сделки или реализации какой-либо инвестиционной стратегии.

Обзор подготовлен на основе информации из публичных (открытых) источников, которые Rioni Capital LLC считает достоверными на дату подготовки материала. Вместе с тем Rioni Capital LLC не дает каких-либо заверений и гарантий, прямых или подразумеваемых, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности информации, содержащейся в Обзоре. Любые оценки, мнения, предположения и выводы, содержащиеся в Обзоре, отражают суждение авторов на дату публикации и могут быть изменены без предварительного уведомления.

Содержащаяся в Обзоре информация не учитывает инвестиционные цели, финансовое положение, уровень знаний, опыт, допустимый риск, инвестиционный горизонт или иные индивидуальные особенности какого-либо конкретного лица. Финансовые инструменты, сделки, услуги или стратегии, упомянутые в Обзоре, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю, ожиданиям или целям. Оценка пригодности того или иного финансового инструмента, операции или стратегии должна осуществляться инвестором самостоятельно либо с привлечением независимых профессиональных консультантов.

Rioni Capital LLC не гарантирует достижение какой-либо доходности, финансового результата или инвестиционной цели. Стоимость финансовых инструментов и иных активов может как увеличиваться, так и уменьшаться, а инвестор может потерять часть или все инвестированные средства. Результаты инвестирования в прошлом не являются показателем и не гарантируют результатов в будущем. Государство не гарантирует доходность инвестиций. Любые комиссии, сборы, налоги и иные расходы уменьшают итоговую доходность инвестиций.

Обзор не должен использоваться в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного, финансового, юридического, налогового, бухгалтерского или иного решения. Перед совершением любой сделки инвестору следует самостоятельно оценить все риски и получить, при необходимости, независимую юридическую, налоговую, финансовую и иную профессиональную консультацию.

Rioni Capital LLC, ее участники, руководители, сотрудники, представители и аффилированные лица не несут ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки, ущерб, упущенную выгоду, расходы или иные последствия, возникшие в связи с использованием Обзора, содержащейся в нем информации, либо в связи с инвестиционными решениями, принятыми на основании Обзора.

Если иное прямо не указано в тексте Обзора, Rioni Capital LLC не обязуется обновлять, дополнять, пересматривать или иным образом актуализировать Обзор после даты его публикации, в том числе в случае появления новой информации, изменения рыночных условий или последующих событий.

Информация, содержащаяся в Обзоре, является объектом авторского права и охраняется законодательством Грузии. Все права на Обзор принадлежат Rioni Capital LLC. Полное или частичное воспроизведение, распространение, публикация, передача третьим лицам, переработка, публичное цитирование в существенном объеме либо иное использование материалов Обзора допускаются только при наличии предварительного письменного разрешения Rioni Capital LLC, за исключением случаев, прямо допускаемых применимым законодательством. При любом разрешенном цитировании обязательна ссылка на Rioni Capital LLC как на правообладателя и источник материала.

© Rioni Capital LLC. Все права защищены.
Тбилиси, Грузия, 2026