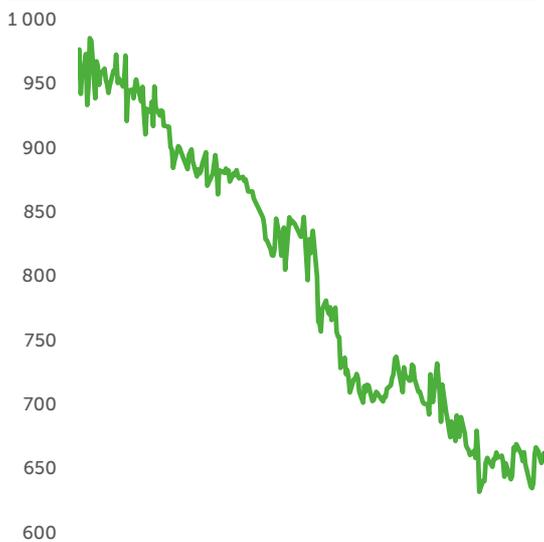


Проверка на прочность

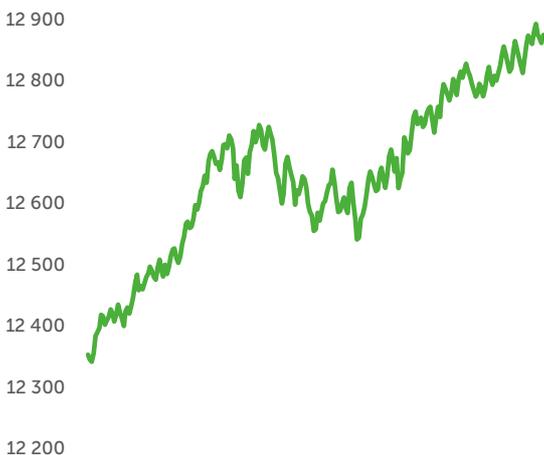
Статистика по бумагам в покрытии

Тикер	03.01.2024	20.12.2024	изм. %	Объём, млрд сум
TSMI Index	976,83	662,43	-32,19%	314,5
SQBN	10,18	9,98	-1,96%	1,05
QZSM	2 990,00	1 520,00	-49,16%	2,01
URTS	3 520,00	3 605,00	2,41%	58,32
UZTL	6 118,09	3 982,89	-34,90%	3,35
НМКВ	31,45	23,93	-23,91%	2,10
IPKY	88,00	129,50	47,16%	2,18
UZMK	6 500,00	4 175,00	-35,77%	6,33
UZMT	69 598,00	72 000,00	3,45%	24,01
CBSK	2,78	1,95	-29,86%	2,56
UNVB	13 573,00	8 500,01	-37,38%	209,71
TRSB	13 999,00	8 490,00	-39,35%	1,58
IPTB	1,03	1,15	11,65%	1,30

Динамика TSMI, YTD



Динамика USD/UZS, YTD



Ключевые события на фондовом рынке

В 2024 году индекс TSMI находился в устойчивом нисходящем тренде, снизившись на 32,19% по сравнению с прошлогодним ростом в 19,41%. Это снижение отражает общее падение большинства акции: лишь 4 из 12 компонентов индекса завершили год с положительной динамикой. Несмотря на это, инвесторы активно торговали компонентами индекса, совершив сделки на общую сумму 314,5 млрд сум. Значительная часть объема торгов пришлась на акции Универсалбанка (UNVB), большая часть сделок которого совершалась в торговой секции «FoP Board».

Одним из ключевых событий на локальном фондовом рынке стало SPO Товарно-сырьевой биржи (URTS) в рамках программы «Народное IPO». Инвесторам предложили 4,4% акций компании (более 3 млн бумаг) на сумму 42,9 млрд сумов. Высокий спрос на бумаги обеспечили привлекательная дивидендная доходность и стабильность финансовых показателей компании. Важным шагом также стала докапитализация за счет собственных средств, в результате которой каждому акционеру начислили четыре дополнительные акции на одну имеющуюся, а цена скорректировалась до 3 079,8 сум. К концу периода акции выросли до 3 605,99 сум (+17,1%).

Особым вниманием в 2024 году пользовались компании банковского сектора. Так, например, за I полугодие акции Ипак-Йули банка (IPKY) подорожали на 384%, достигнув 426 сумов, после продолжительного ралли котировки начали стабилизироваться и к концу года скорректировались до 136,99 сума. Однако итоговая доходность вложений в этот актив составила впечатляющие 55,67%.

Акции Хамкорбанка (НМКВ) претерпели коррекцию, снизившись на 23,91% по итогам года. Укрепление фундаментальных показателей оказалось недостаточным фактором для удержания цен на устоявшемся уровне поддержки в 29 сум в первом полугодии. Акции начали резкое снижение в конце июня, опустившись до отметки 25 сум (-13,5%) в промежутке одной недели. После обновления годового минимума на уровне 22 пункта в ноябре, к концу года цена отросла до 23,93 пунктов. Тем не менее, фундаментальная картина была крайне позитивной, сохраняя значительный потенциал для роста.

В 2024 году акции Узавтомоторс (UZMT) выросли на 3,45%, поднявшись с 69 598 до 72 000 сум. Год был отмечен значительной волатильностью: после падения до 62 200 сум в середине года, на фоне объявления дивидендов за 2023 год в размере 1 991 сум за акцию, бумаги продолжили снижение, достигнув годового минимума в 61 500 сум в октябре. Однако, объявление 25 октября о дивидендах за первое полугодие 2024 года в размере 620 сум стало катализатором для резкого роста стоимости акций и увеличения рыночной капитализации компании до 19,49 трлн сум по итогам периода.

Уходящий год стал испытанием для акций лидера черной металлургии Узбекистана - Узметкомбината (UZMK), капитализация которого сократилась на 35,77% к концу декабря. Мы предполагаем, что негативный сентимент среди инвесторов связан с начавшимся в 2023 году снижением выручки компании в связи с негативной конъюнктурой цен на рынке металлопроката и устойчивой конкуренцией от иностранных производителей. Выручка претерпела снижение на 6,9% г/г в III квартале 2024 года. Несмотря на восстановление операционной маржи на 50 б.п. до 9,98%, отмена монополии УЗМК на закупку лома создает неопределенность для будущих показателей. К тому же, приближаясь к финальной стадии реализации инвестиционного проекта ЛПК, долговая нагрузка компании продолжила расти: коэффициент D/E достиг 0,94x к концу III квартала (vs. 0,86x в 2023), существенно превышая средний уровень показатель индустрии стали на развивающихся рынках в 0,36x. С учетом особенностей текущего

положения, компания приняла решение о невыплате дивидендов за 2023 год, что вызвало дополнительное давление на цену акций, уменьшив интерес инвесторов. К ноябрю было зафиксировано минимальное значение акций с момента их размещения на рынке – 3 400 сум. Однако к концу года котировки начали стабилизироваться в диапазоне 4 050 – 4 700 сум, что может быть связано с ожиданиями инвесторов относительно частичного запуска ЛПК уже в 2025 году.

В числе аутсайдеров также оказался строительный сектор: **Кизилкумцемент (QZSM)** потерял 49,16% своей капитализации с начала 2024-го. Резкое снижение стоимости акций предприятия началось в середине мая и было вызвано слабой финансовой отчетностью за январь – март. Негативная динамика фундаментальных показателей продолжилась в течение следующих двух кварталов, провоцируя дальнейшую продажу акций. По итогам года их цена упала до 1 520 сумов, что стало одним из ключевых негативных трендов в секторе и сигнализировало о финансовых и операционных сложностях, с которыми сталкивается бизнес эмитента.

Рынок долга пополнился тремя публичными выпусками корпоративных облигаций. Среди этих размещений можно выделить четвертый выпуск облигаций микрофинансовой организации **Imkon Finans** и третий выпуск **Biznes Finans**. В апреле Imkon Finans выпустила облигации на сумму 10 млрд сумов с купонной ставкой 28% годовых и сроком обращения 1 080 дней. В ноябре Biznes Finans разместила облигации на сумму 30 млрд сумов с купонной ставкой 27% годовых. Перспективы для дальнейших размещений среди МФО остаются благоприятными на фоне роста рынка микрокредитования, который обусловлен потребностью населения и бизнеса в краткосрочном финансировании.

Еще одним успешным открытым размещением на рынке долга отметился **Хамкорбанк**, выпустив дисконтные облигации на сумму 50 млрд сум. Срок обращения бумаг составил 1 год, а купонная доходность расположилась на уровне 22% годовых.

Итоги 2024 года

Регуляторная среда

Одной из центральной инициатив по развитию локального рынка ценных бумаг в уходящем году стало Постановление №238 «Об утверждении положения о порядке удаленной цифровой идентификации клиентов на рынке ценных бумаг», что упрощает процесс открытия брокерского счета как для резидентов, так и нерезидентов. Ожидается, что в следующем году профессиональные участники рынка капитала продолжат предпринимать меры по развитию необходимой инфраструктуры для обеспечения доступа на рынок более широкому кругу инвесторов. Другим триггером для дальнейшего развития рынка послужит Постановление №311 «Об утверждении положения о порядке открытия индивидуального инвестиционного счета и учета средств на нем», принятое в июне. Индивидуальные инвестиционные счета (ИИС) позволяют инвесторам получать налоговые льготы: часть зарплаты и других доходов налогоплательщиков, которые будут направляться на ИИС для приобретения ценных бумаг, не будут облагаться подоходным налогом, при условии что деньги не будут выводиться с ИИСа как минимум 12 месяцев. При этом стоит отметить, что максимальная сумма с которой не будет взиматься налог ограничена 100 МРОТ в год, что составляет 115 млн сум.

Ключевые эмиссии Узбекских эмитентов

21 мая 2024 года Узбекистан впервые разместил суверенные международные облигации в трех валютах (UZS, USD, EUR) совокупным объемом около 1,5 млрд долларов на мировых финансовых рынках. Параметры выпуска были определены следующим образом: купонная ставка по 7-летним облигациям на \$600 млн составила 6,9%, по 3-летним облигациям на €600 млн – 5,375%, а по 3-летним облигациям на 3 трлн сумов – 16,625%. Целью выпуска является привлечение средств для покрытия дефицита государственного бюджета и финансирования целей устойчивого развития.

На долговом рынке корпоративных эмитентов выделяется активное участие АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана» (УзКРИ), которая укрепила свои позиции лидера в сегменте корпоративных облигаций. С октября 2023 года компания успешно разместила четыре выпуска на общую сумму 590 млрд сум, что составляет 35,3% от совокупного объема корпоративных облигаций в стране. Основные параметры выпусков: объем размещения от 50 до 250 млрд сум; купонная ставка 18–19% годовых; срок обращения от 3 до 5 лет.

Рост экономики

По итогам 10 месяцев 2024 года объем номинального ВВП достиг 100 млрд долларов с ожидаемым доходом на душу населения в 3000 долларов. Ключевыми факторами роста являются динамичное развитие промышленности, увеличение объемов производства, рост иностранных инвестиций (более 30% от ВВП) и удвоение экспортного оборота, который составил более 26 млрд долларов. Согласно последнему прогнозу Центра экономических исследований и реформ (ЦИЭР), к концу года базовый показатель экономики прибавит 6,3–6,7%. Всемирный банк признал экономику Узбекистана одной из самых быстрорастущих экономик в Центральной Азии.

Инфляционные тренды и монетарная политика

Прогнозы, сделанные в конце 2023 года относительно инфляции на 2024 год подтвердились. В первом квартале наблюдалось снижение инфляции с 8,6% до 8,0% в годовом выражении, обусловленное ослаблением монетарных факторов, снижением роста цен на продовольственную продукцию и сохранением жесткой денежно-кредитной политики Центробанка. Однако, ожидаемое повышение тарифов на энергоносители в мае месяце вызвало резкий скачок годовой инфляции до 10,6% во втором квартале.

При этом, вопреки резкой вспышке роста цен, ЦБ Узбекистана в июле принял решение снизить ключевую ставку с 14% до 13,5% впервые за 7 лет, руководствуясь снижением устойчивых компонентов инфляции и цен на плодоовощную продукцию, а также стабилизацией цен на внешних рынках. Хотя показатель роста цен начал постепенное снижение в последующие месяцы, стабилизировавшись до 10,0 п.п к ноябрю, этот уровень по-прежнему остается выше таргета Центробанка (9,5 п.п) на 2024 год.

Девальвация сума по отношению к доллару

На конец отчетного периода узбекский сум по отношению к доллару был установлен на уровне 12874,86 сум; обесценение сума составило 4,2% с начала года, что является ниже показателя прошлогоднего уровня (9,7%). Более умеренная динамика обесценения сума в этом году была задана рядом факторов, в том числе: увеличением расчетов в национальных валютах между Узбекистаном и основными торговыми партнерами (Россия, Китай, Казахстан) и значительный рост притока валюты в виде денежных переводов от трудовых мигрантов, прямых иностранных инвестиций, а также привлечением денежных средств путем выпусков суверенных и корпоративных еврооблигаций. и корпоративных еврооблигаций.

Ожидания на 2025 год

От депозитов к долговым инструментам

Сохранение высоких ставок по банковским вкладам как для физических, так и для юридических лиц по-прежнему препятствует развитию рынку корпоративного долга, делая привлечение долгового капитала дорогостоящим для компаний. Несмотря на это, даже такая конъюнктура рынка оказывается привлекательной для микрофинансовых организаций (МФО), которые сфокусированы на диверсификации базы фондирования и быстром наращивании кредитных портфелей. Помимо высоких доходностей, аппетит инвесторов к таким инструментам в новом году обеспечит окончательное введение ИИС, а также освобождение от налогов на купонные доходы, которое было продлено до 1 апреля 2028 года. Это усилит конкуренцию долговых инструментов с депозитами, создавая новые перспективы для роста фондового рынка в Узбекистане.

Приватизация госкомпаний Узбекистана и продолжение программы «Народное IPO»

В 2025 году продолжится программа приватизаций государственных предприятий, ориентированная на снижение доли государства в экономике путем привлечения стратегических инвесторов через публичные торги и размещения на иностранных биржах. Среди компаний, включенных в этот процесс, — Дехканабадский калийный завод, Самаркандский автомобильный завод, а также стратегически важные игроки в банковском секторе, энергетике и телекоммуникациях, такие как АГМК, НГМК, Узпромстройбанк, Асака банк и Узбектелеком. Ожидаем, что привлечение иностранных инвесторов в управление публичными эмитентами будет культивировать более конкурентноспособную среду на рынках, что должно увеличить инвестиционный потенциал крупных публичных государственных предприятий.

В 2024 году в Узбекистане стартовала программа «Народное IPO», направленная на привлечение инвесторов к владению акциями крупных государственных компаний. Первым предприятием, предложившим свои акции в рамках этой инициативы, стало АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа». В 2025 году планируется продолжение данной программы с участием таких крупных компаний, как: Алмалыкский Горно-Металлургический Комбинат», «Узбектелеком» и «Узтемирйулконтейнер». На примере повышенного интереса прошедшего SPO УзРТСБ, допустимо рассчитывать на дальнейшую экспансию местного рынка при выполнении назначенных размещений.

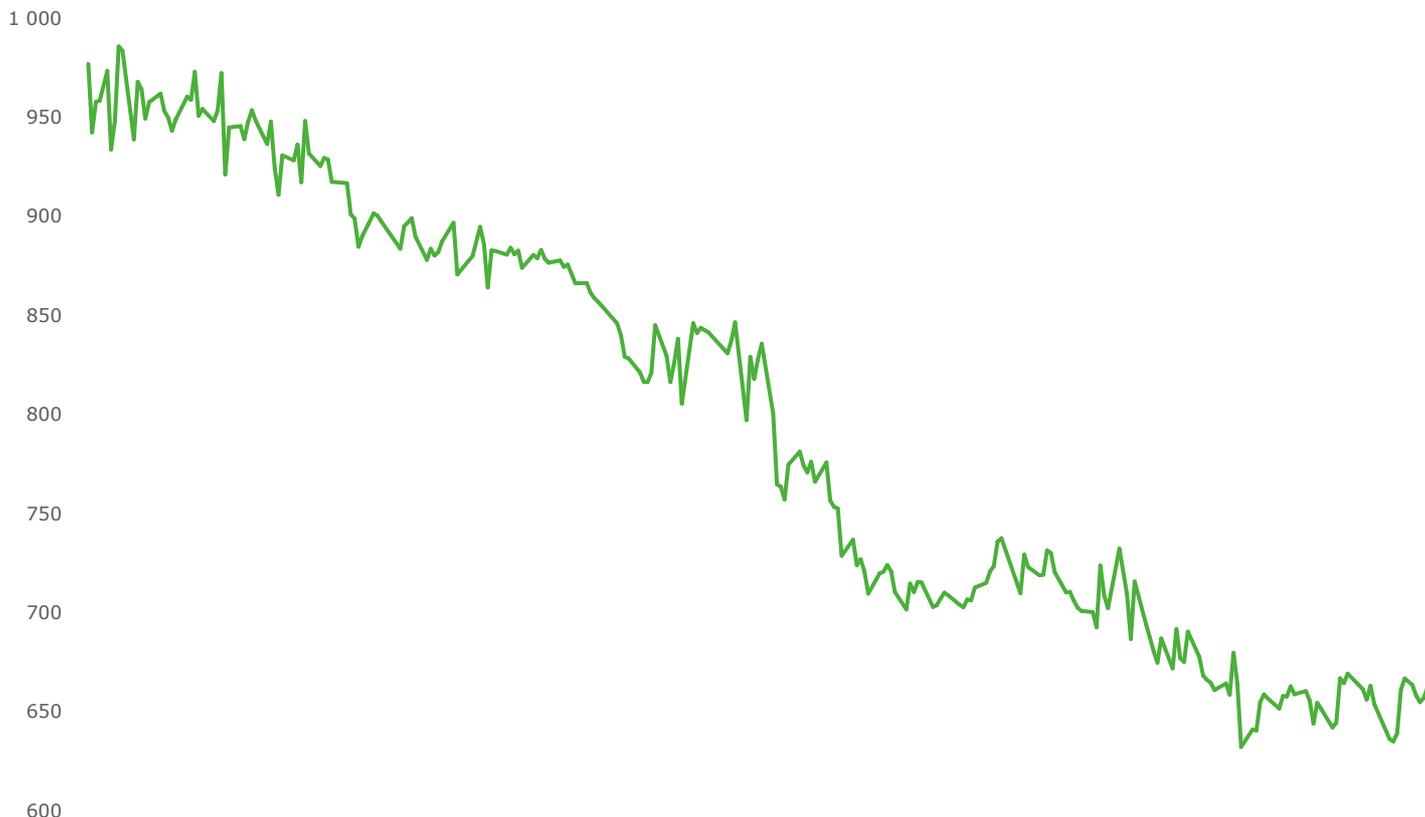
Сценарии Центрального Банка

Центральный банк представил три сценария ДКП: основной предполагает рост ВВП на 5,5–6,0% в 2025 году и снижение инфляции до 6–7% в условиях жесткой монетарной политики; альтернативный учитывает внешние риски, с ростом ВВП на 5,0–5,5% и инфляцией 7–8%; рисковый предполагает инфляцию до 8–9% из-за климатических факторов и энергетических дисбалансов. Хотя в базовом сценарии ЦБ прогнозирует снижение инфляции до 6–7% уже в следующем году, на наш взгляд, дальнейшее замедление инфляции остается под вопросом. Это связано с продолжающимися реформами в энергетике, устойчивым потребительским спросом и отменой налоговых льгот в отдельных секторах с начала нового года. Поэтому, мы предполагаем, что ЦБ будет осторожно подходить к дальнейшему снижению ключевой ставки.

Инвестиционные перспективы локального рынка

Перспективным для инвестирования в новом году остаются эмитенты банковского сектора. Несмотря на общую просадку рынка в этом году, фундаментальные составляющие для банков представляются благоприятными на фоне финансовой стабильности публичных эмитентов, рекордного роста комиссионных доходов в 2024 году (частично за счет увеличения денежных переводов из-за рубежа и роста безналичных расчетов) и стабильного расширения совокупного кредитного портфолио сектора, поддерживаемого спросом населения в финансировании. Учитывая по-прежнему сравнительно низкую ликвидность рынка узбекских акций, можно констатировать, что большинство локальных банков торгуются с солидным дисконтом как к своей фундаментальной стоимости, так и к аналогам из развивающихся стран.

Динамика Индекса TSMI, YTD



Текущие рекомендации по акциям, находящимся в аналитическом покрытии*

Тикер	Название компании	Отрасль	Последняя цена	Целевая цена	Текущий потенциал	Рекомендация
URTS	АО "Товарно-сырьевая биржа"	Фондовые услуги	3 605,00	4 700,00	30,4%	Покупать
НМКВ	АКБ "Хамкорбанк"	Финансовые услуги	23,93	37,70	57,5%	Покупать
UZMK	АО "Узметкомбинат"	Металлургия	4 175,00	7 300,00	74,9%	Покупать
SQBN	АКБ "Узпромстройбанк"	Финансовые услуги	9,98	12,71	27,4%	Покупать
UZMT	АО "Узавтомоторс"	Автомобилестроение	72 000,00	99 700,00	38,5%	Покупать
UZTL	АК "Узбектелеком"	Телекоммуникации	3 982,89	7 400,00	85,8%	Покупать
ВЮК	АО "Биокимё"	Химическая промышленность	19 010,00	30 979,00	63,0%	Покупать
ИРТВ	АКИБ "Ипотека-банк"	Финансовые услуги	1,15	1,19	3,5%	Держать
ТРСВ	ЧАБ "Трастбанк"	Финансовые услуги	8 490,00	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
УНВВ	АКБ "Универсалбанк"	Финансовые услуги	8 500,01	4 186,00	-	Фиксировать прибыль

*во время сезона отчетности целевые цены могут измениться

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 Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Республики Узбекистан, в сфере деятельности оценки стоимости.