



## Ежемесячный инвестиционный обзор

Выпуск №2 Февраль



1135  
ffin.uz

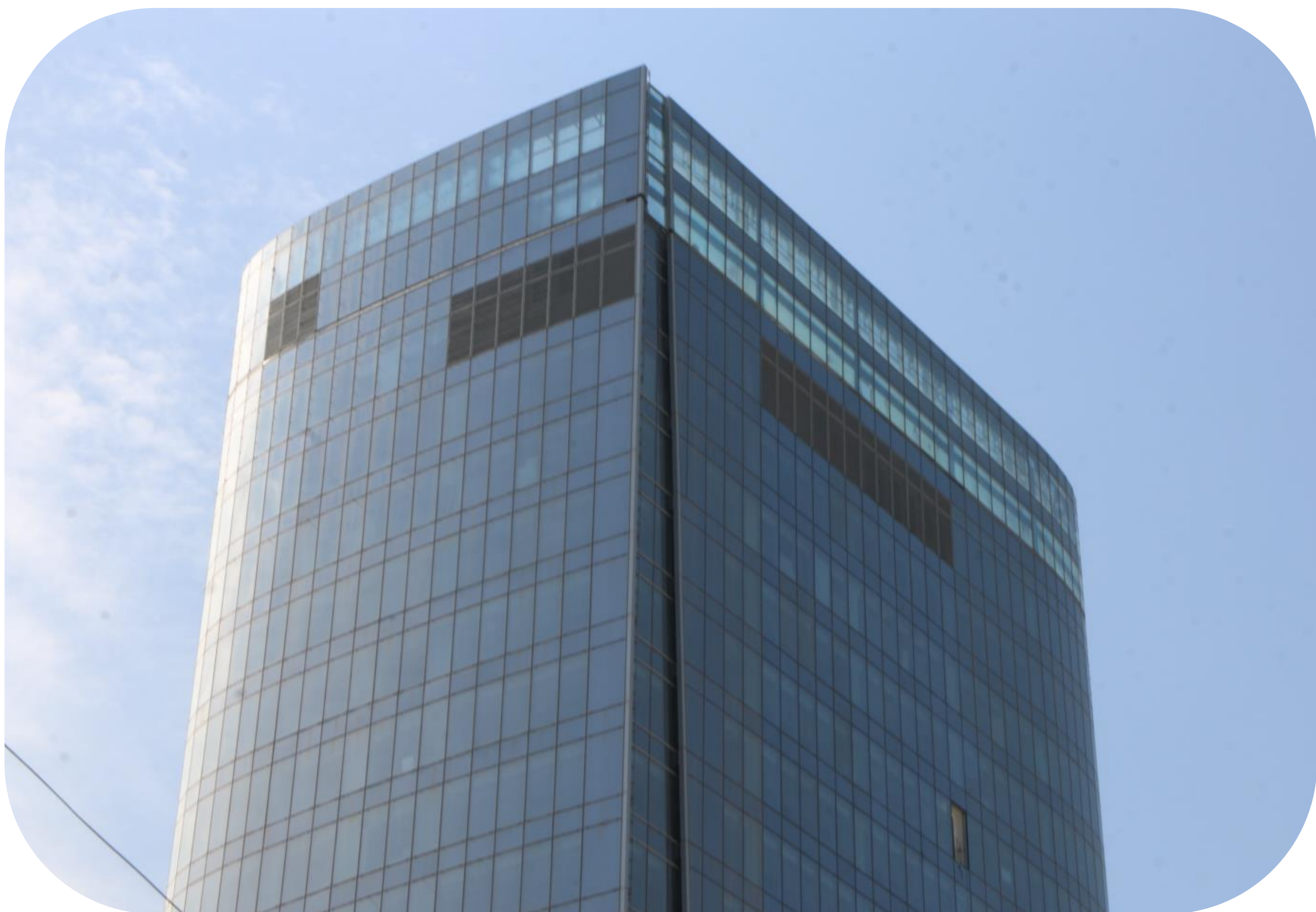


За последние годы рост экономики Узбекистана и её стремительное развитие на фоне масштабных реформ открыли новые возможности для инвесторов, стремящихся диверсифицировать свои вложения. В ответ на растущий интерес мы представляем обзор макроэкономической среды страны, а также динамику фондового и валютного рынков на ежемесячной основе.

Наш инвестиционный обзор содержит ключевые события и тенденции за прошедший месяц, что позволит вам оставаться в курсе последних экономических изменений страны. Такой формат дает возможность оценить рыночную конъюнктуру в ретроспективе, определить новые векторы роста и скорректировать инвестиционные ориентиры.

Мы стремимся сделать этот обзор надежным инструментом для глубокого анализа рынка, который поможет вам принимать взвешенные и стратегически обоснованные инвестиционные решения.

Приятного чтения!



# СОДЕРЖАНИЕ

## МАКРОЭКОНОМИКА УЗБЕКИСТАНА

Ключевые события.....	4-5
Банковский сектор.....	6
Узбекский сум по отношению к доллару.....	7

## НОВОСТИ ЭКОНОМИКИ

Внутренний фон.....	8
Внешний фон.....	9

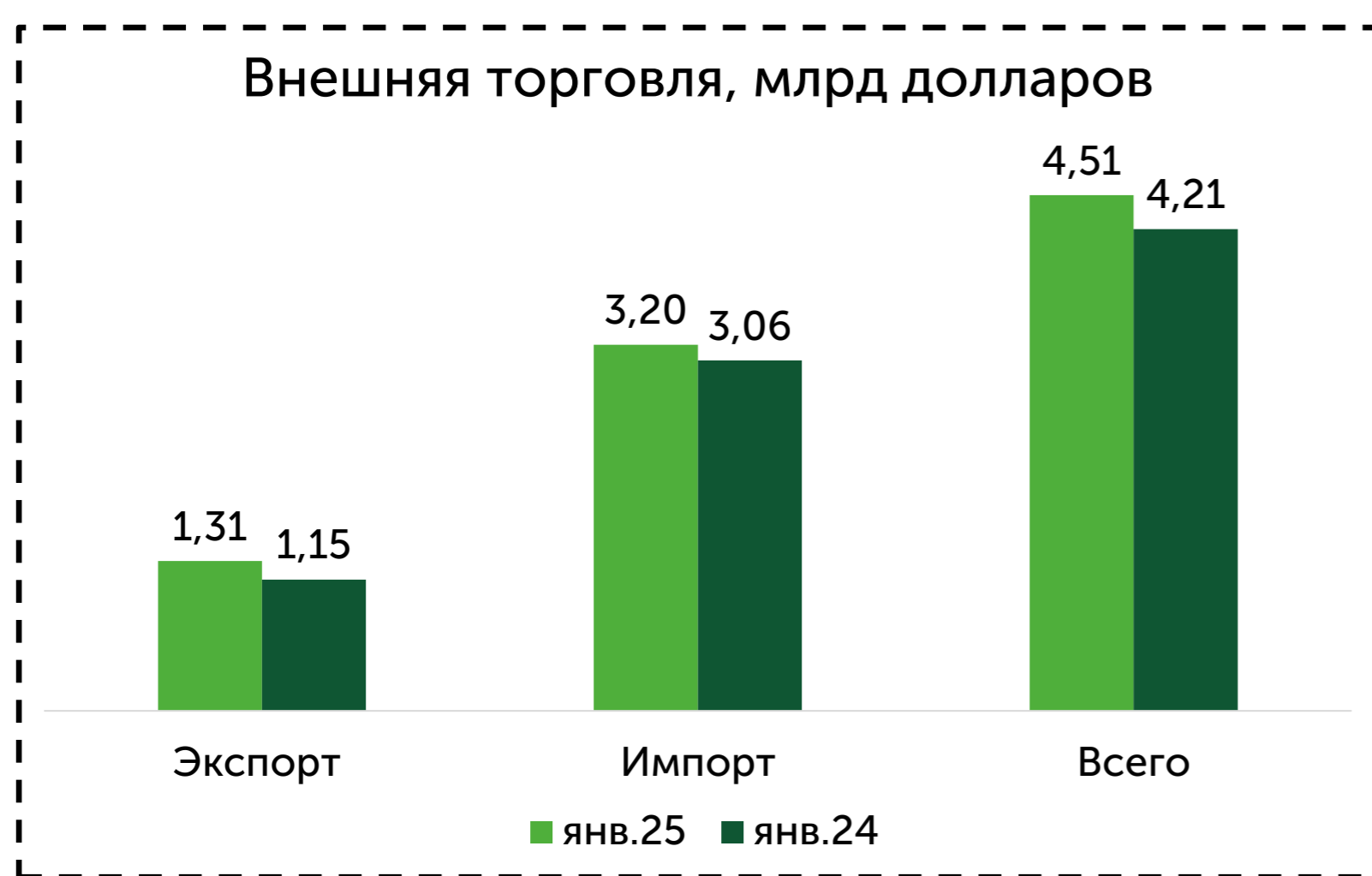
## ФОНДОВЫЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

Рынок акций.....	10
Изменение по бумагам в покрытии.....	11-12
Рекомендации по акциям в покрытии.....	13
Рынок облигаций.....	14
Корпоративные новости.....	15

## Ключевые события

В последние годы республика активно расширяет географию внешнеэкономического сотрудничества, заключая соглашения о свободной торговле и улучшая логистическую инфраструктуру. Приоритетное внимание уделяется развитию несырьевого экспорта, цифровизации таможенных процедур и созданию благоприятных условий для привлечения иностранных партнеров. По состоянию на 1 февраля 2025 года Узбекистан ведет торговые отношения со 154 странами мира, а на текущий год поставлена цель увеличить объем внешнеторгового оборота до \$71,18 млрд, а дефицит торгового баланса сократить до \$10,42 млрд.

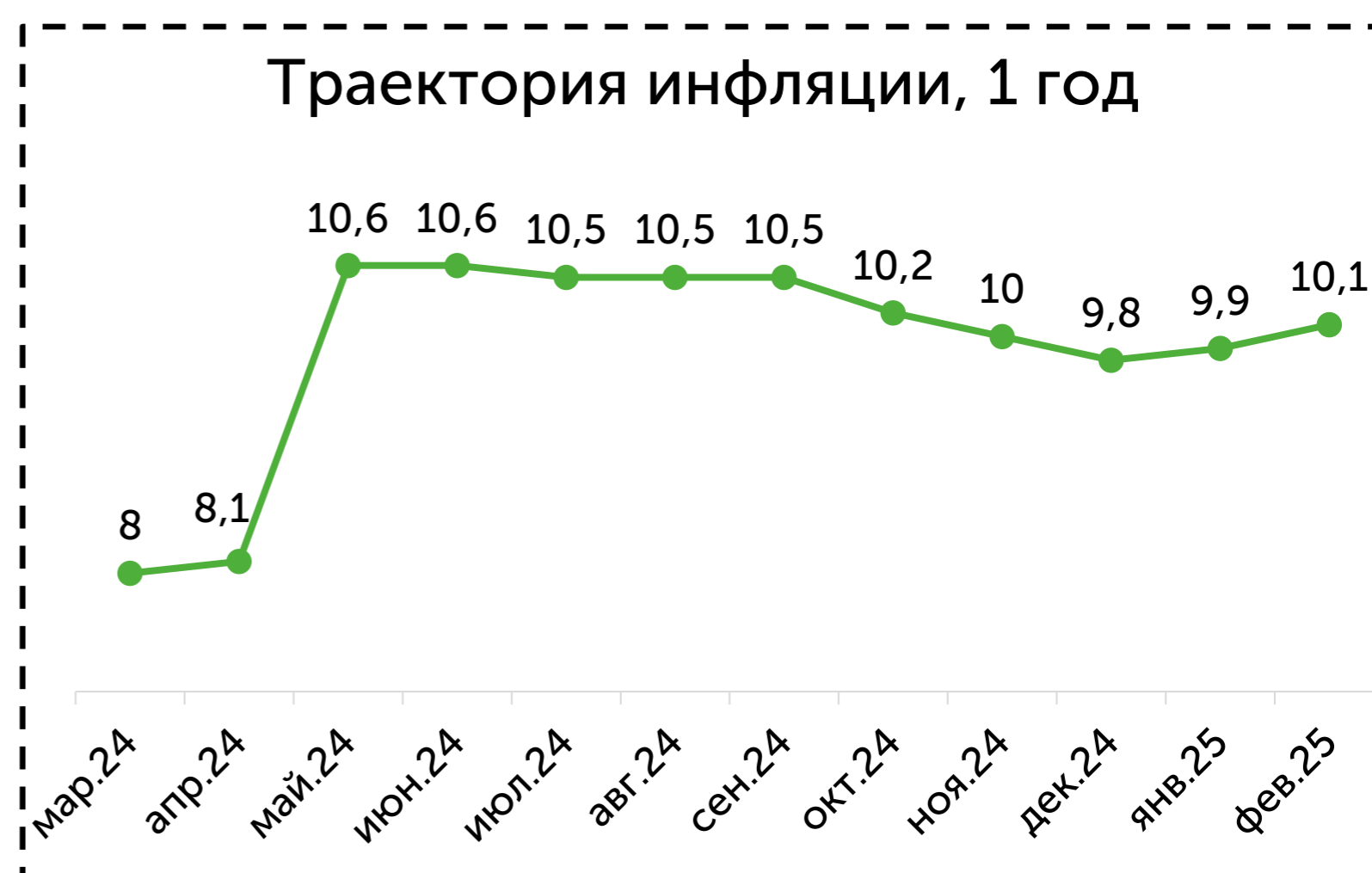
**Экспорт.** Согласно последнему отчету Агентства статистики, в январе 2025 года объем внешней торговли Узбекистана достиг \$4,51 млрд, что на 7,1% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основную часть составил импорт – \$3,19 млрд (+4,4% г/г), при этом наибольший объем импорта пришелся на машиностроительную продукцию (35,3% или \$1,13 млрд). Доля экспорта, в свою очередь, выросла на 14,4%, составив \$1,31 млрд. При этом ведущую позицию заняли услуги, на которые пришлось 37,6% экспорта (\$492,1 млн). Ключевыми торговыми партнерами страны остаются Китай, Россия и Казахстан, на долю которых приходится наибольший объем торговых операций.



**Золото.** Согласно данным Всемирного совета по золоту (WGC), в январе Узбекистан занял лидирующую позицию среди крупнейших мировых покупателей золота. Центральный банк страны осуществил чистые закупки золота в объеме 8 тонн, что привело к увеличению золотого запаса до 391 тонны. Таким образом, доля золота в структуре международных резервов Узбекистана достигла 82%. Экспорт золота не было осуществлено, несмотря на рост цен в мире.

**Инфляция.** Рост инфляции продолжился и в феврале. По данным Агентства статистики, индекс

потребительских цен (ИПЦ) достиг 10,1% в годовом выражении. При этом месячная инфляция выросла на 0,5%, а с начала года – 1,3%. Наибольший рост зафиксирован в секторе услуг, где цены увеличились на 27,1% г/г. Продовольственные товары показали замедление роста до 2,9% г/г – минимальный уровень за последние пять лет, тогда как непродовольственные товары подорожали на 7,7% г/г. Основной вклад на рост ИПЦ в феврале 2025 года внесли ценовые изменения на: продукты питания и безалкогольные напитки – 0,25%, транспорт – 0,15%, бытовые товары и услуги и разные товары и услуги – 0,04%, прочие категории – 0,10%.



**Инвестиции.** В феврале в Узбекистан было привлечено и освоено иностранных инвестиций на сумму \$3 млрд, что на 40% превышает показатель за аналогичный период 2024 года. Кроме того, за этот месяц было заключено 178 инвестиционных соглашений на общую сумму \$12 млрд, а также подписано 51 новое инвестсоглашение на \$3,8 млрд. На первый квартал 2025 года запланировано освоение инвестиций в объеме \$8 млрд.

**Рынок жилья и ипотеки.** Развитие рынка жилья и ипотеки остается одним из приоритетов для правительства. За пять лет было построено 21,7 млн кв. метров многоквартирных домов, выдано ипотечных кредитов на 67 трлн сумов, а из бюджета направлено 44 трлн сумов. В настоящее время растущий прирост населения требует ускоренного строительства, включая развитие высотной застройки, и для дальнейшего развития рынка жилья и ипотеки были утверждены новые меры главой государства. Согласно Указу Президента №26 от 21 февраля, на 2025 год обозначены следующие цели:

- построить 135 тысяч квартир с общей площадью более 8 млн квадратных метров и выделить 20,9 трлн сум для обеспечения финансовыми ресурсами рынка жилья и ипотеки;
- обеспечить строительные организации, участвующие в строительстве «Янги Узбекистон»

финансированием из средств госбюджета в размере **700 млрд сум** и за счет собственных средств коммерческих банков - **3 трлн сум**;

- предоставление строительным организациям льготные условия для строительства на массивах «Янги Узбекистон»: кредиты со спредом в **2% к ключевой ставке Центрального банка (ЦБ)** и со сроком кредита на **24 месяцев**, включая льготный период **12 месяцев**;
- до 1 мая 2025 года запустить систему оценки и сертификации «зеленого» строительства;
- с 1 мая 2025 года коммерческие банки будут предоставлять строительным организациям кредиты на возведение многоквартирных домов по «зеленым» стандартам по ставке, превышающей основную ставку ЦБ на **2 процентных пунктов**;
- с 1 января 2026 года в рамках «эскроу» разрешены выдача кредитов и субсидий для жилья с готовностью от **50%**.

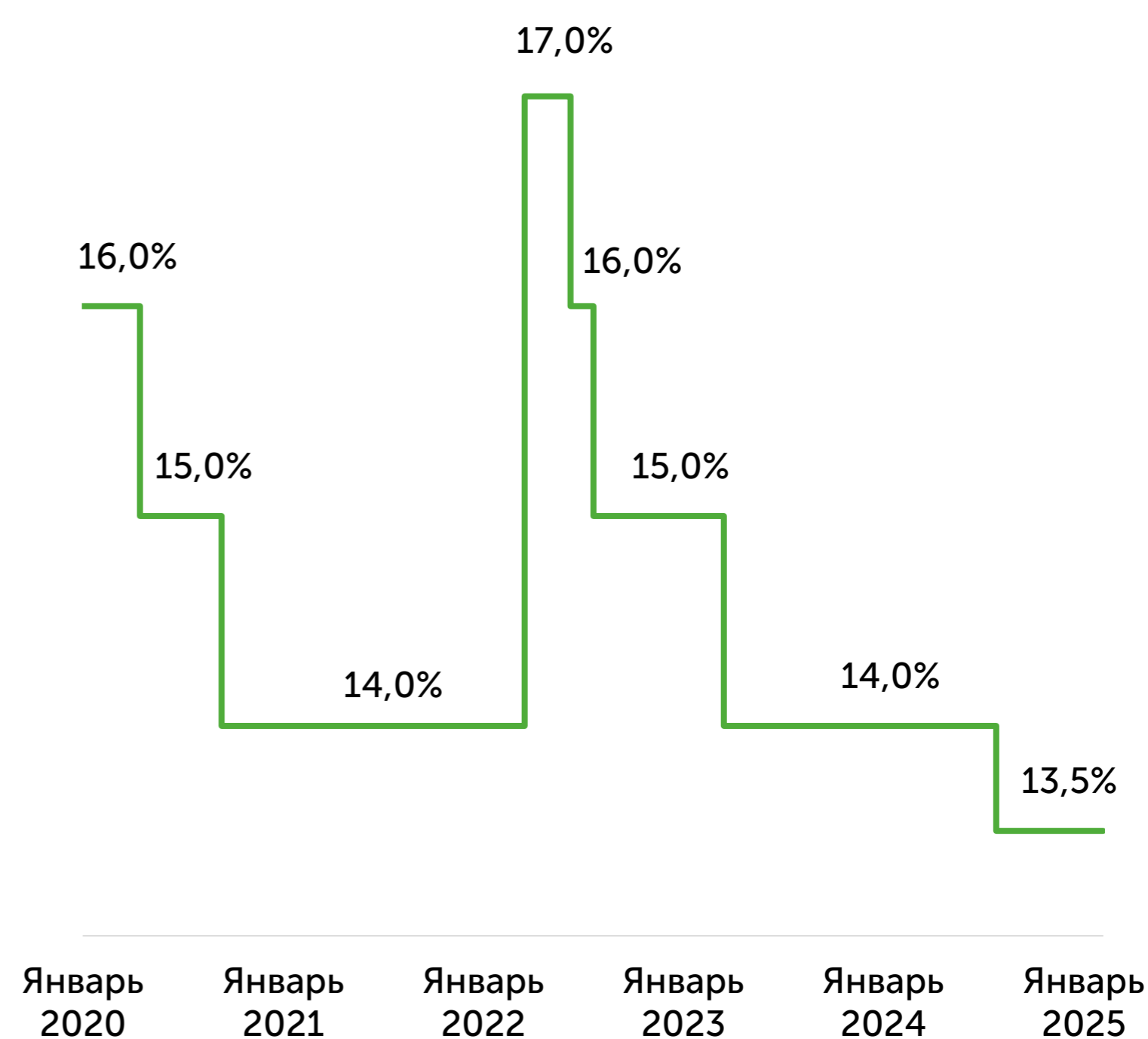
Также в рамках указа при Компании по рефинансированию ипотеки Узбекистана (УзКРИ) будет создана специализированная организация, отвечающая за выпуск ипотечных облигаций. Для обеспечения благоприятных условий выпуска и обращения таких облигаций внедряется специальный правовой режим «Регуляторная песочница». Размещение и обращение ипотечных облигаций будет осуществляться на Республиканской фондовой бирже «Ташкент», при этом доходы юридических лиц (резидентов и нерезидентов) от этих облигаций освобождаются

от налога на прибыль до 1 января 2030 года.

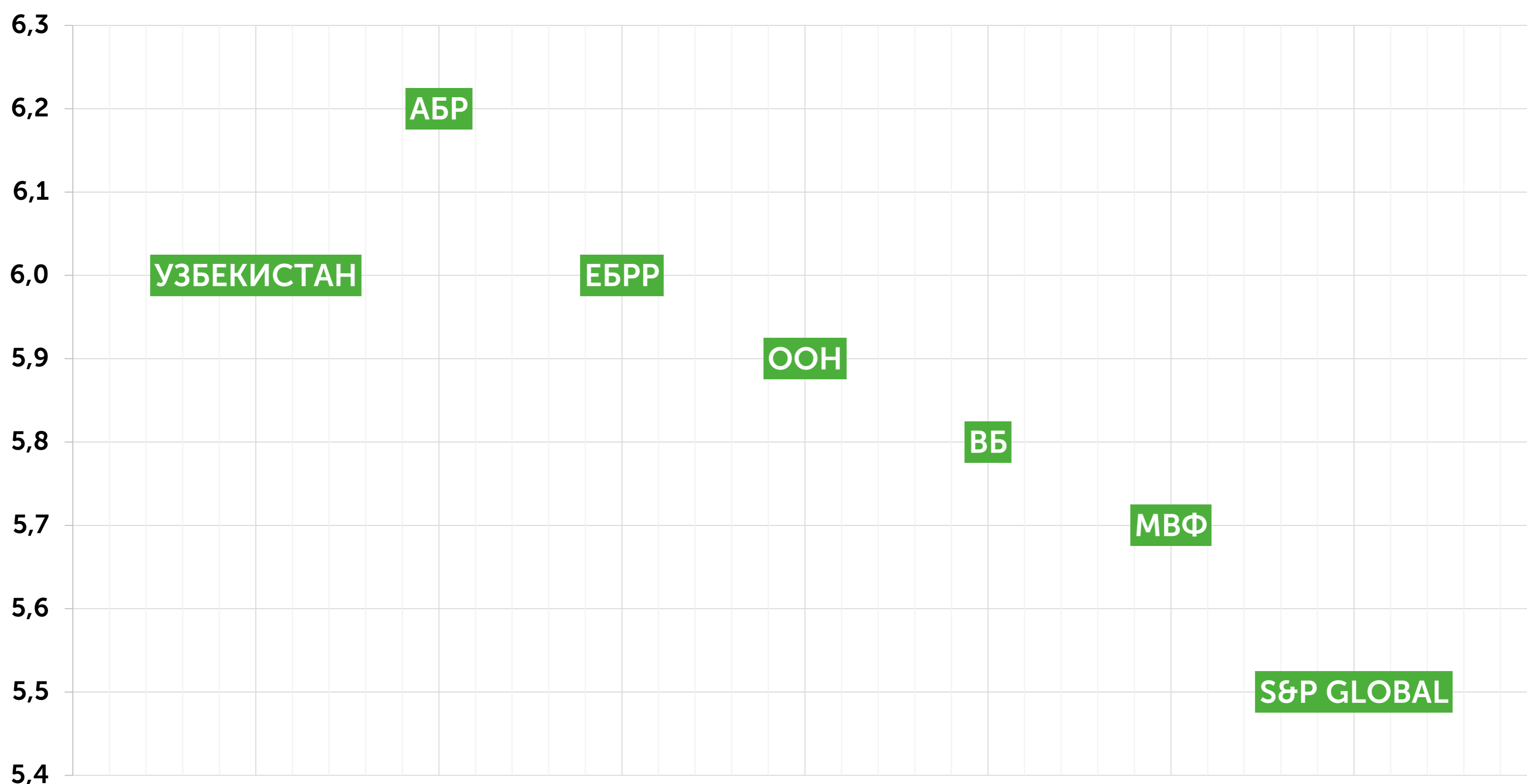
Эти решения направлены на развитие ипотечного рынка и повышения его устойчивости.

**Ключевая ставка.** Основная ставка, установленная Центральным банком в январе, остается на уровне **13,5%**. Следующее заседание правления ЦБ по вопросу ключевой ставки состоится **13 марта 2025 года**.

Динамика ключевой ставки с 2020 г.



На графике представлены прогнозы ведущих международных институтов и Узбекистана по темпам роста ВВП на 2025 год:



В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

**9** ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
БАНКОВ

**27** ЧАСТНЫХ  
БАНКОВ

В феврале 2025 года в банковской сфере были предприняты ряд мер, направленных на ее дальнейшее развитие и повышение эффективности финансовых услуг.

19 февраля 2025 года вступил в силу закон «О гарантиях защиты вкладов и банках», регулирующий гарантии по вкладам физических и юридических лиц. Согласно новому законодательству, максимальный размер компенсации, выплачиваемой одному вкладчику, составляет **200 миллионов сум**. Это решение направлено на защиту вкладчиков от риска невыплаты средств в случае ликвидации банка и обеспечивает им право на получение компенсации. Закон призван стимулировать коммерческие банки к конкуренции не за счет привлечения клиентов высокими процентными ставками, а за счет устойчивой и надежной деятельности. Полномочия по выплате компенсаций возложены на Агентство по гарантированию вкладов, которому отводится не более **20 рабочих дней** для выполнения соответствующих выплат.

Кроме того, Сенат рассматривает законопроект «О санации и ликвидации банков», который направлен на защиту интересов вкладчиков, кредиторов и обеспечение финансовой стабильности в стране. Законопроект также предусматривает меры, снижения зависимости банков от бюджетных средств и повысить доверие клиентов к банковской системе.

25 февраля 2025 года в рамках медиа-диалога, организованного Центральным банком, были озвучены планы по ужесточению требований к банкам в части выдачи микрозаймов. Согласно новым инициативам, планируется сократить долю микрозаймов в кредитных портфелях банков до **25%**. Эта мера направлена на снижение рисков в банковской системе и защиту заемщиков от чрезмерной кредитной нагрузки. Вдобавок, рассматривается ужесточение требований к расчетам долговой нагрузки заемщиков, что позволит более тщательно оценивать их платежеспособность и минимизировать риски невозврата кредитов.

При этом Центральный банк планирует упростить процедуру выдачи кредитов для микро- и малого бизнеса, внедрив новый порядок, который снизит требования к необходимому регулятивному капиталу банков. В рамках этой инициативы ожидается установление кредитного риска по обязательствам на уровне **75%** (ранее 100-200%).

Одновременно с этим планируется увеличить объем кредитования малого бизнеса до **15 млрд сум**, при этом сумма кредита не должна превышать **0,2%** от регулятивного капитала банка.

Еще одним направлением развития в банковском секторе является внедрение системы управления данными, что обеспечит прозрачность и упростит взаимодействие между Центральным банком и коммерческими банками. ЦБ планирует полное внедрение данной системы к **2027 году**.



По мнению S&P Global, финансовая система страны может быть подвержена рискам из-за роста потребительского кредитования и микрозаймов. Банки наращивают необеспеченное кредитование и кредитование малого и среднего бизнеса для повышения маржи в условиях высокой конкуренции, хотя меры регулятора снизили темпы роста агрессивного розничного кредитования до **20% в 2024 году** (с 50% ранее). При этом государственным банкам, контролирующим **70% рынка**, требуется трансформации для повышения эффективности и привлекательности для инвесторов в рамках приватизации. Агентство отметило низкую финансовую включенность населения и слабые доходы граждан как ключевые вызовы ближайших лет.

По результатам января 2025 года совокупный объем кредитного портфеля вырос на **0,16%** по отношению к уровню начала года, достигнув **533,9 трлн сум**. При этом общая доля проблемных кредитов банков выросла на **0,5 процентных пункта, составив 4,5%**. Чистая прибыль увеличилась почти в трехкратном размере с **396 до 1 166 млрд сум** год к году, что обусловлено увеличением процентных и беспроцентных доходов на **14,7%** и **31,3%** соответственно.

# Узбекский сум по отношению к доллару

В феврале наблюдалось укрепление национальной валюты по отношению к доллару и была достигнута максимальное значение за всё время. В первой половине месяца отмечалась умеренная волатильность с общей тенденцией к росту, а 14 февраля был зафиксирован исторический максимум — **13 003,95 сум за 1 доллар**. Однако с 15 по 28 февраля узбекский сум начал постепенно укрепляться и к концу месяца закрепился на уровне **12 877,37 сум за доллар**. В результате за февраль курс снизился на **79,64 сум**, что эквивалентно **0,61%**. Одной из возможных причин укрепления нацвалюты стало усиление курса валют основных торговых партнеров Узбекистана.

Дополнительно, в ближайшее время на курс доллара может позитивно повлиять выпущенные суверенные евробонды на общую сумму в **\$1,5 млрд**, а также рост цен на золото.



Прогнозы	2025	2026	2027
Министерство экономики и финансов РУз	13 250	13 725	14 150
S&P Global	13 650	14 350	15 000

UZS/USD в годовом выражении



## Внутренний фон

7 февраля под председательством Президента Шавката Мирзиёева прошло видеоселекторное совещание, посвященное развитию сферы услуг в регионах:

— Благодаря проведенной масштабной реформы в сфере услуг за последние три года принесли свои плоды: объем услуг вырос с 19 млрд долларов в 2018 году до 65 млрд долларов. Особенно активно развиваются IT-сектор, финансовые услуги, туризм, авиация, образование и медицина.

— В 2025 году планируется увеличить объем услуг на 15% до 82 млрд долларов, довести экспорт до 8,5 млрд долларов, обеспечив занятость 2,5 млн человек в данной отрасли.

— Особое внимание будет уделено банковско-финансовому сектору: запуск механизма «махаллинских банкиров» для повышения доступности финансовых услуг; разрешение банкам выкупать недвижимость у девелоперов и передавать ее предпринимателям в аренду или лизинг; увеличение объема финансовых услуг на 30% в 2025 году.

— В сфере цифровизации и IT планируется увеличить объем IT-услуг на 30% до 80 трлн сумов и довести экспорт IT-услуг до более чем в \$1 млрд. Кроме того, выделено 50 млн долларов на стартапы в сфере креативной экономики для поддержки молодежи.

— В социальной сфере предложено продлить действие льготной налоговой ставки 1% для сервисных предприятий на три года. Передать 29 государственных услуг частному сектору. Также поставлена задача разработать прозрачные и выгодные условия для аренды или приватизации земельных участков и государственной собственности.

**Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев ознакомился с предложениями по развитию государственно-частного партнерства (ГЧП) в социальной сфере.** Предложены проекты: на \$1,2 млрд в здравоохранении, \$745 млн – в дошкольном и школьном образовании, \$100 млн – в высшем образовании с привлечением АБР, МФК, ЕБРР. Предусмотрено строительство многопрофильных клиник, передача отдельных услуг поликлиник частному сектору, а также обновление культурных и спортивных объектов. Президент поручил министерствам и хокимиятам утвердить дорожные карты и ускорить реализацию проектов.

**Президент Шавкат Мирзиёев подписал закон, упрощающий передачу ипотечных закладных третьим лицам в онлайн-режиме.** Нововведение внедряет систему электронных закладных, управление которыми будет осуществляться через Единый портал интерактивных госуслуг. Передача прав по закладным теперь будет фиксироваться в депо-счетах, что ускорит процесс и снизит расходы, устраняя необходимость личного обращения в кадастровые органы. Кроме того, закон предусматривает расширение возможности рефинансирующих организаций, разрешая им выпуск облигаций на сумму, превышающую их уставный капитал, что повысит их финансовую гибкость.

**Согласно новому постановлению (№ ПП-60 от 14.02.2025 г.), стартап-проекты, успешно завершившие инкубацию/акселерацию или победившие в престижных конкурсах, смогут получить инвестиции от венчурного фонда:** до 500 млн сумов – на стадии MVP с высоким потенциалом; до 1 млрд сумов – для стартапов, внедренных на рынке Узбекистана; до 2 млрд сумов – для проектов с возможностью выхода на зарубежные рынки.

Торгово-промышленная палата и госорганы будут ответственны за поддержку проектов и внесение предложений по финансированию бизнесов с высокой добавленной стоимостью.

**Сенат рассмотрел и одобрил изменения в Закон «Об обмене кредитной информацией», направленные на предотвращение случаев оформления кредитов без ведома граждан.** Закон дает физическим лицам право устанавливать запрет на заключение с ними кредитных сделок, определяет порядок включения в соответствующий реестр и вводит ответственность за его нарушение. Также предусмотрены механизмы контроля через кредитные бюро, позволяющие гражданам отслеживать статус запрета и предотвращать мошеннические схемы.

**Сенат Олий Мажлиса одобрил закон о совершенствовании системы финансовой поддержки предпринимателей.** Документ расширяет доступ бизнеса к альтернативным способам финансирования, включая факторинг и гарантии. Факторинг теперь возможен в иностранной валюте, отменена ответственность за уступку денежного требования, а для защиты должников вводятся новые механизмы. Будет созданы организации по предоставлению гарантий (с уставным капиталом от 100 млрд сумов) и факторинговые компании (от 2 млрд сумов), их деятельность будет регулироваться Центральным банком. Также упрощаются требования для небанковских кредитных организаций: будет разрешено создание в форме АО и ООО, а приобретение доли свыше 20% требует согласования с ЦБ.

**По итогам 2024 года уровень бедности в Узбекистане снизился до 8,9% или 3,3 млн граждан, что на 719 тыс. человек меньше, чем годом ранее.** Наибольшее сокращение отмечено в Бухарской (-3,1%) и Самаркандской (-3%) областях, тогда как самые высокие показатели остаются в Хорезме (11,9%) и Джизаке (11,8%). Средний реальный доход населения вырос на 10% и достиг 2,1 млн сумов в месяц, при этом доля заработной платы увеличилась до 42,6%, а доходы от предпринимательства – до 22,9%.

**По итогам 2024 года объемы микрозаймов и микрокредитов в национальной валюте выросли на 157,5%, составив 63,23 трлн сум по сравнению с 2023 годом.** Из них выдача микрозаймов достигла 45,83 трлн сумов, увеличившись на 59,44% с рекордными 5,1 трлн сумов в декабре. Объем микрокредитования также вырос на 52,91%, до 17,4 трлн сумов.

**В январе международные резервы Узбекистана выросли на \$1,72 млрд (+4,19%), достигнув \$42,9 млрд.** Стоимость золота в хранилище ЦБ увеличилась на 9,4% до \$35,06 млрд на фоне роста мировых цен, а его объем достиг 12,6 млн унций. В то же время валютные резервы снизились на \$1,29 млрд, составив \$7,29 млрд. Центробанк также увеличил портфель иностранных облигаций до \$102,1 млн и планирует продолжить их покупку в 2025 году, диверсифицируя золотовалютные активы.



## Внешний фон

Исламский банк развития (ИБР) выделит \$299 млн на образование и дороги в Узбекистане. Из них \$160,25 млн на создание 58 инклюзивных школ, оснащенных лабораториями и цифровой инфраструктурой, а также на реформу учебных программ и улучшение подготовки педагогов. Еще \$138,8 млн пойдет на реконструкцию дороги А373: к 2030 году ожидается сокращение времени в пути на 50% (до 30 минут), снижение аварийности на 40% и увеличение пропускной способности трассы.

Согласно отчету Всемирного совета по золоту, в 2024 году глобальный спрос на золото достиг рекордных 4 974 тонн. Центральный банк Узбекистана закупил 11 тонн, подняв страну на девятое место в мире. В ноябре регулятор наряду с Польшей вошел в число крупнейших покупателей золота.

Всемирный банк представил доклад о развитии «зеленой» экономики в Узбекистане. В документе подчеркивается, что государственные предприятия и банки с госучастием, на которые приходится 70% кредитования, должны стать локомотивами экологически устойчивых инвестиций. Среди лидеров экологического финансирования названы Компания по развитию предпринимательства, Банк развития бизнеса и Компания по рефинансированию ипотеки, выпускающая «зеленые» облигации. Также выделены Фонды прямых инвестиций и господдержки сельского хозяйства, которые могут привлечь зарубежный капитал и стимулировать устойчивое развитие агросектора.

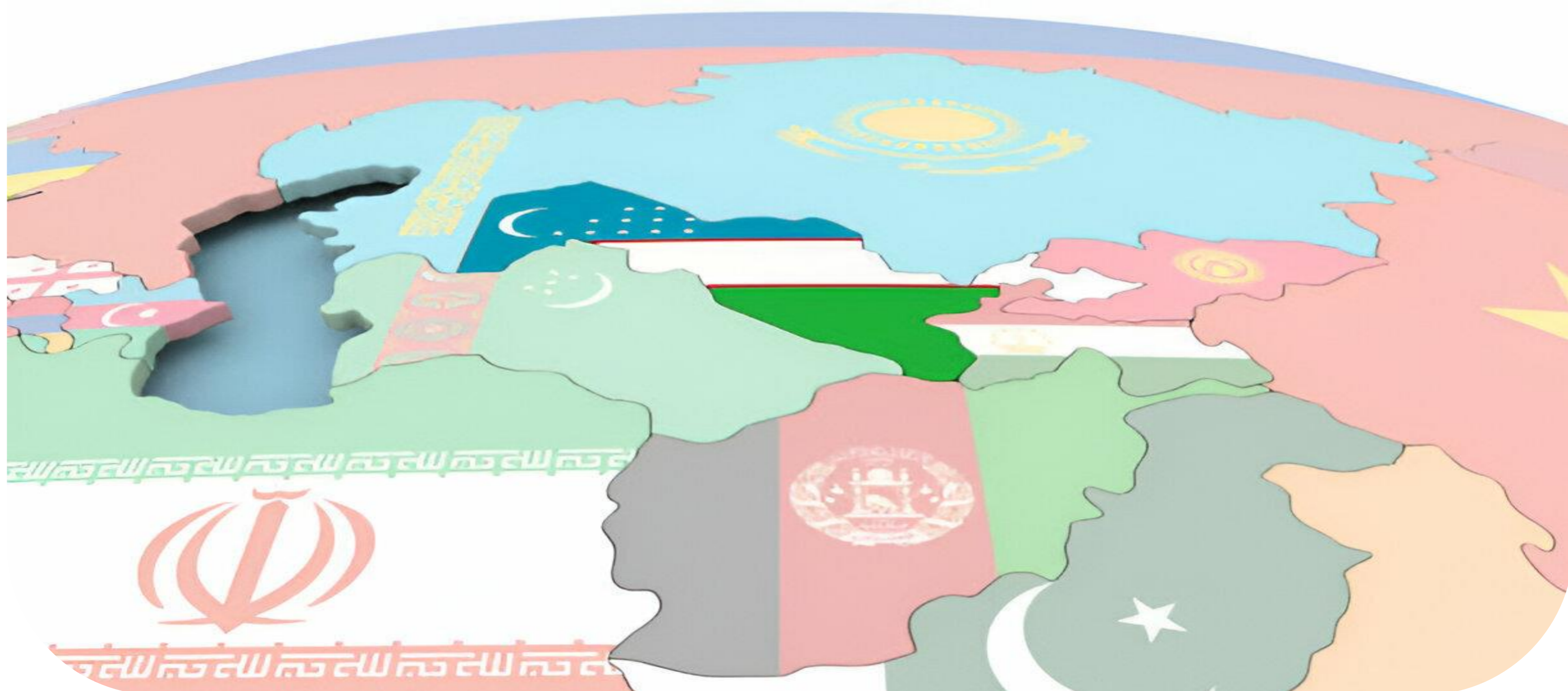
Согласно отчету Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) «Региональные экономические перспективы», рост ВВП Узбекистана в 2025 и 2026 годах прогнозируется на уровне 6%, при этом ключевым драйвером остается сектор услуг. В Центральной Азии темпы роста замедлились с 5,7% в 2023 году до 5,4% в 2024 году, что обусловлено снижением добычи полезных ископаемых в Казахстане и Узбекистане. В 2025 году темп роста ожидается на уровне 2023 года - 5,7%, а в 2026 году замедлится до 5,2%.

Источники: СМИ

Президент Узбекистана и Премьер-министр Пакистана провели переговоры, в ходе которых отметили значительный прогресс в двусторонних отношениях. Товарооборот между странами достиг \$400 млн, а количество совместных предприятий увеличилось до 130. Для дальнейшего развития торговли открыты торговые дома в Карачи и Ташкенте. Особое внимание уделено транспортной интеграции: грузопоток по коридору «Узбекистан – Афганистан – Пакистан» вырос в пять раз. Для усиления логистических связей стороны договорились создать совместную транспортную компанию. Также поставлена амбициозная цель – увеличить объем торговли до \$2 млрд. Лидеры также обсудили перспективные проекты в фармацевтике, электротехнике, сельском хозяйстве и других ключевых отраслях. Для координации усилий принято решение о создании Высшего совета стратегического партнерства и разработке «дорожной карты», которая обеспечит реализацию всех достигнутых договоренностей.

Узбекистан и Афганистан планируют увеличить товарооборот до \$3 млрд. На встрече в Термезе стороны обсудили расширение сотрудничества в сельском хозяйстве, фармацевтике, текстиле и добыче полезных ископаемых. В 2024 году товарооборот вырос на 30,8%, достигнув \$1,1 млрд. Афганистан стал восьмым по величине торговым партнером Узбекистана.

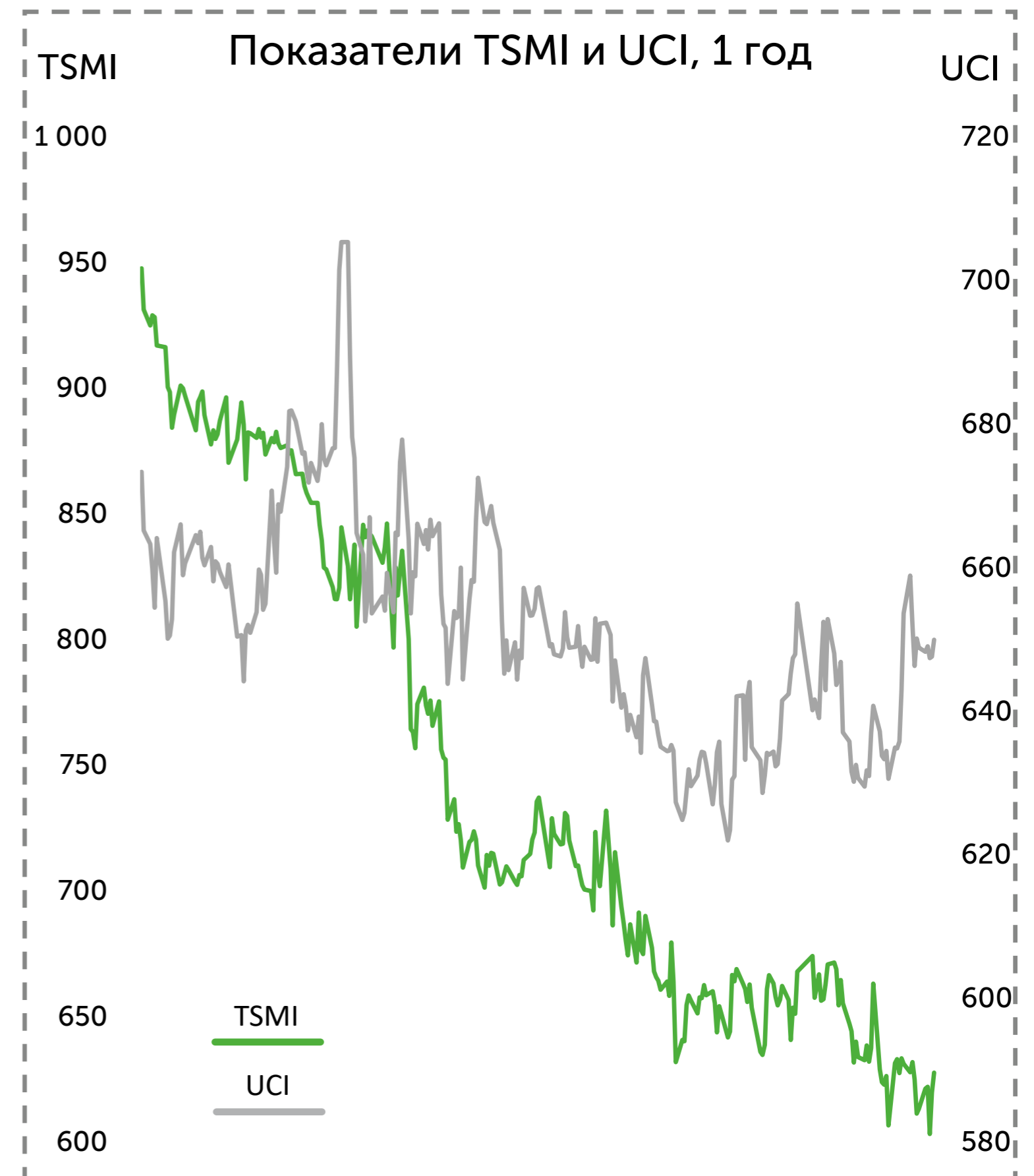
Президент Шавкат Мирзиёев (Узбекистан) и Эмир Шейх Мишааль ас-Сабах (Кувейт) провели переговоры во дворце «Аль-Баян», уделив особое внимание развитию сотрудничества в торгово-экономической, инвестиционной, инновационной и финансовой сферах. Приоритетными направлениями названы зеленая энергетика, промышленность, сельское хозяйство, транспорт, здравоохранение и туризм. Для продвижения совместных проектов было утверждено создание Инвестиционной платформы и Делового совета, а также открытие торгового дома в Эль-Кувейте. Стороны договорились расширять сотрудничество с Кувейтским фондом арабского экономического развития.



## Рынок акций

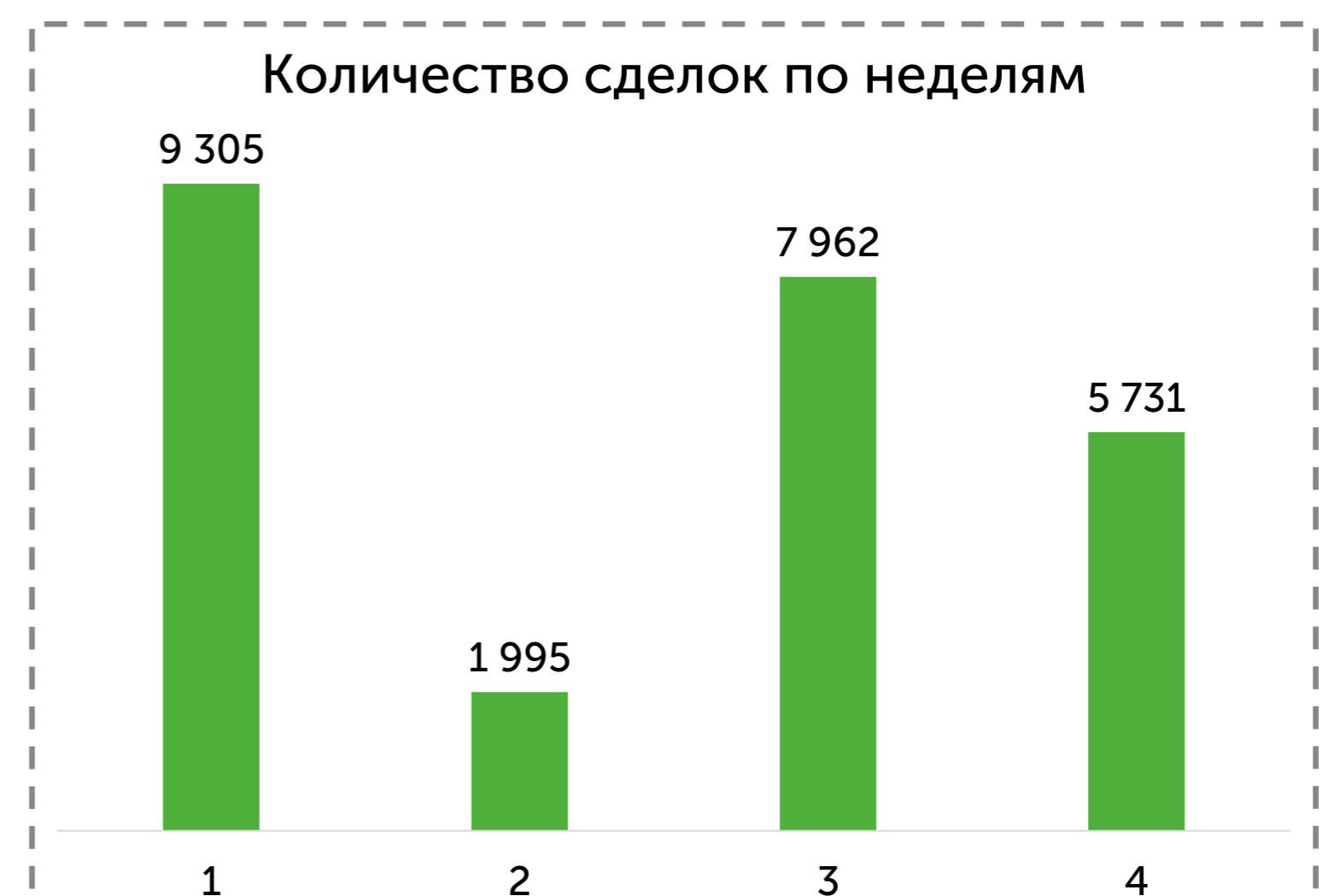
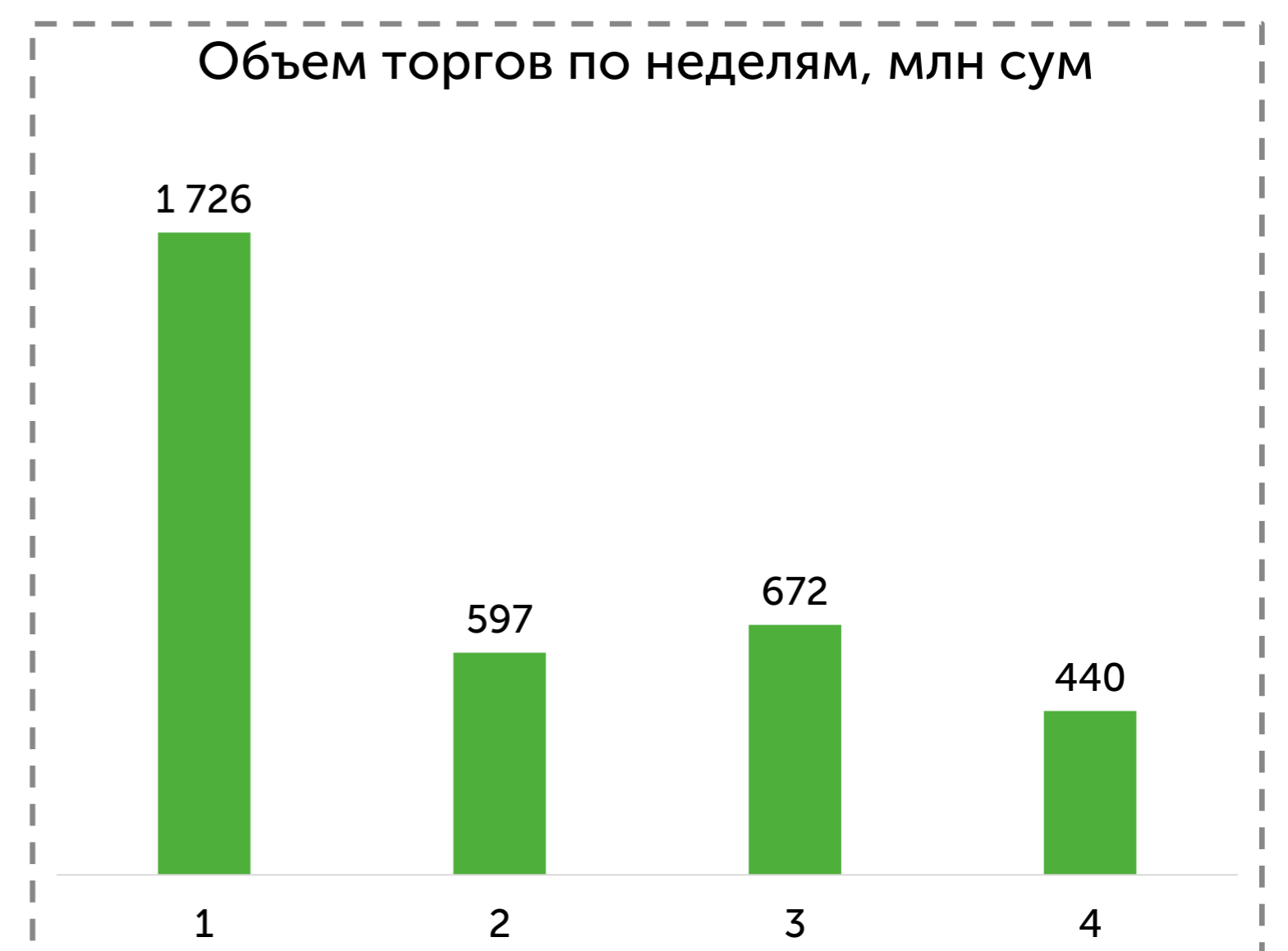
Наш индекс Tashkent Stock Market Index (TSMI) включает 11 акций эмитентов, отобранных на основе установленных критериев ликвидности. В свою очередь, Uzbekistan Composite Index (UCI) — это основной индекс Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (UZSE), который охватывает **92 акций эмитентов** по состоянию на 1 февраля 2025 года. При этом 61 из этих акций представляют компании с государственной долей участия.

В феврале индекс TSMI демонстрировал снижение с частыми колебаниями в диапазоне 604 – 634 пункта. В этот период был зафиксирован минимум индекса TSMI на отметке 604 пункта. На последний день торгов индекс TSMI установился на уровне 627,99 пункта (-5,33%). Снижение было зафиксировано по шести компонентам индекса TSMI, четыре из которых – представители банковского сектора. Напротив, индекс UCI показал рост на 1,43%, достигнув 650 пунктов. Общий объем сделок инвесторов по компонентам индекса TSMI уменьшился на 53,8%, составив 3,43 млрд сум. При этом общий объем по индексу UCI достиг уровня 1 224,9 млрд сум (19,6 млрд сум в январе 2025 года).

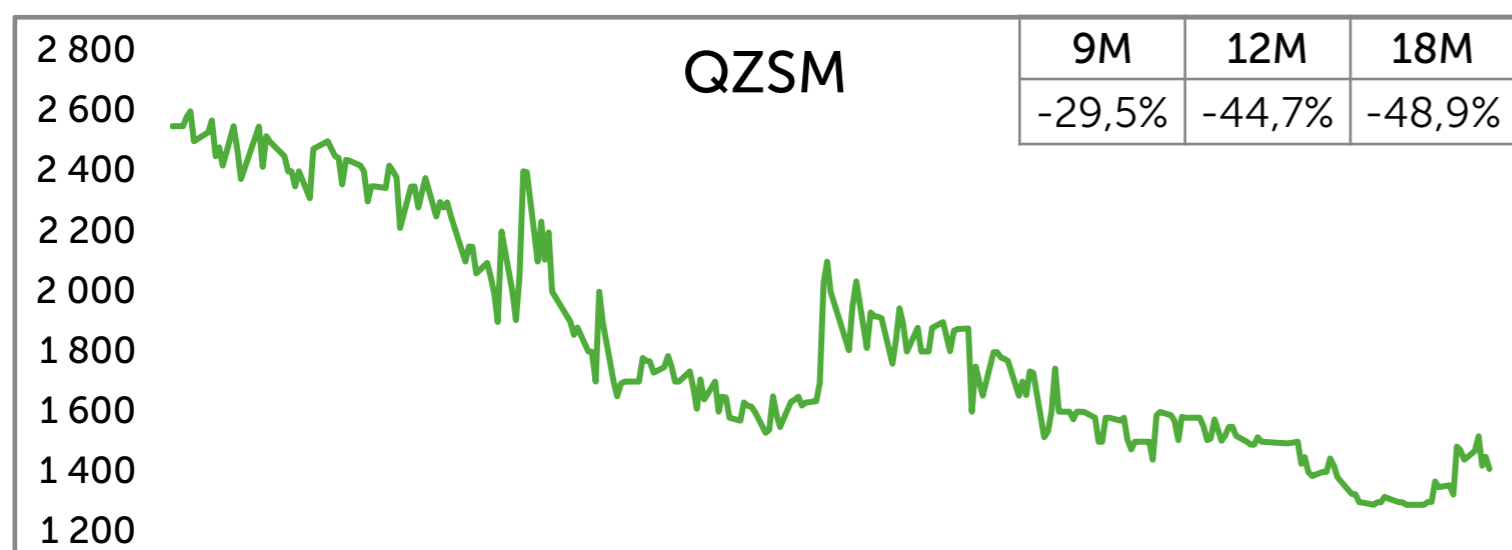


## Статистика по бумагам в покрытии

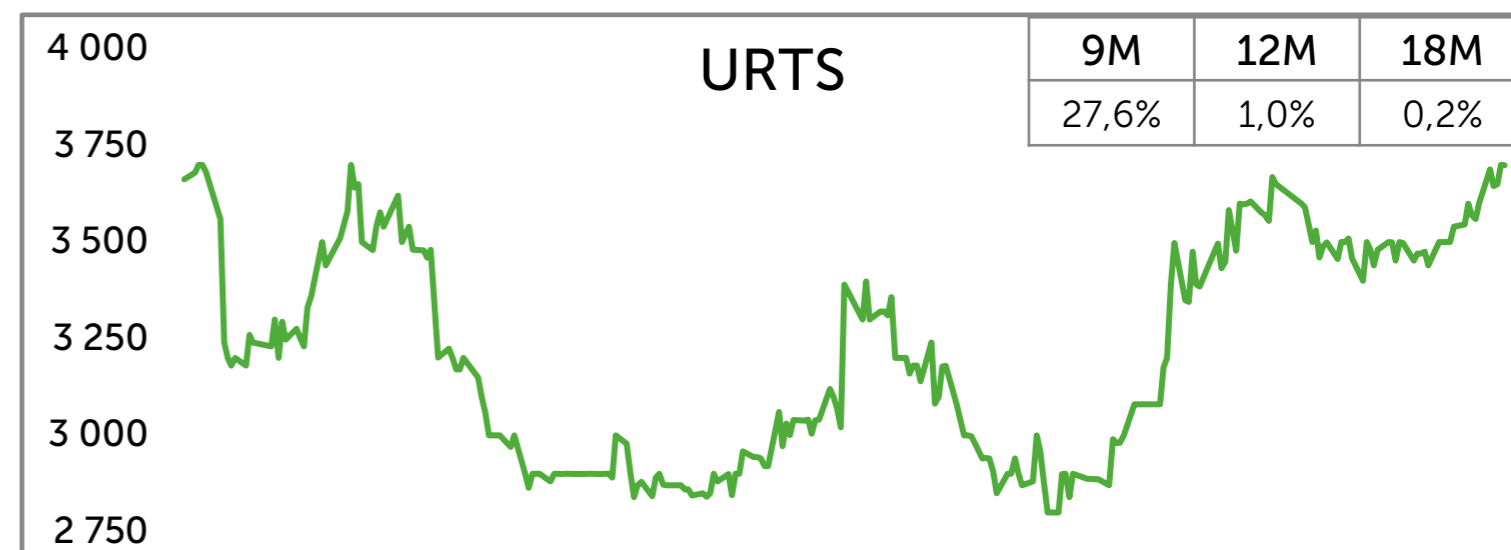
Тикер	31.01.2025	28.02.2025	изм. %	YTD	Объём, млн сум
TSMI Index	663,38	627,99	-5,33%	-6,02%	3 435,2
QZSM	1 312,00	1 410,00	7,47%	-6,00%	68,5
URTS	3 497,89	3 699,00	5,75%	1,34%	827,3
UZTL	4 139,90	4 205,00	1,57%	3,83%	111,8
НМКВ	25,90	24,60	-5,02%	0,86%	1 458,1
IPKY	125,00	99,99	-20,01%	-21,88%	77,7
UZMK	4 650,00	4 270,00	-8,17%	-0,70%	204,5
UZMT	70 999,00	68 501,01	-3,52%	-5,52%	202,0
CBSK	2,13	2,31	8,45%	17,86%	18,4
UNVB	9 893,00	8 002,00	-19,11%	-10,09%	345,9
TRSB	7 798,96	8 050,00	3,22%	0,63%	24,0
IPTB	1,15	1,14	-0,87%	-4,20%	96,9



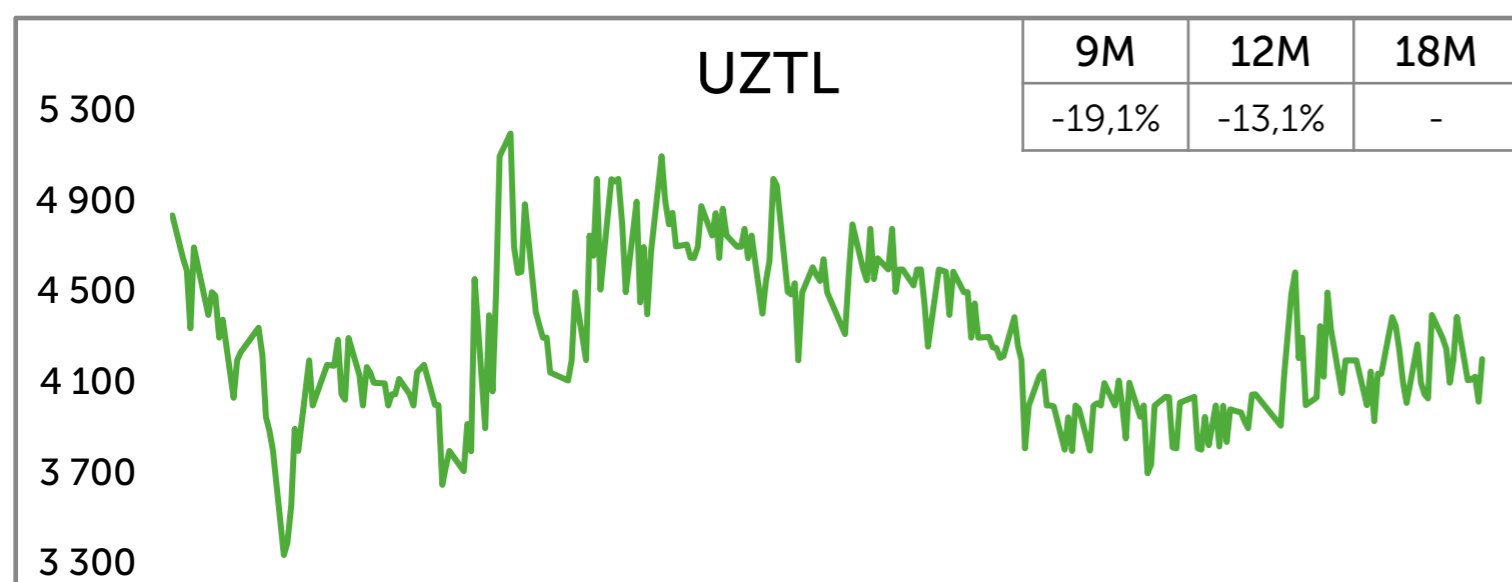
## Изменение по бумагам в покрытии



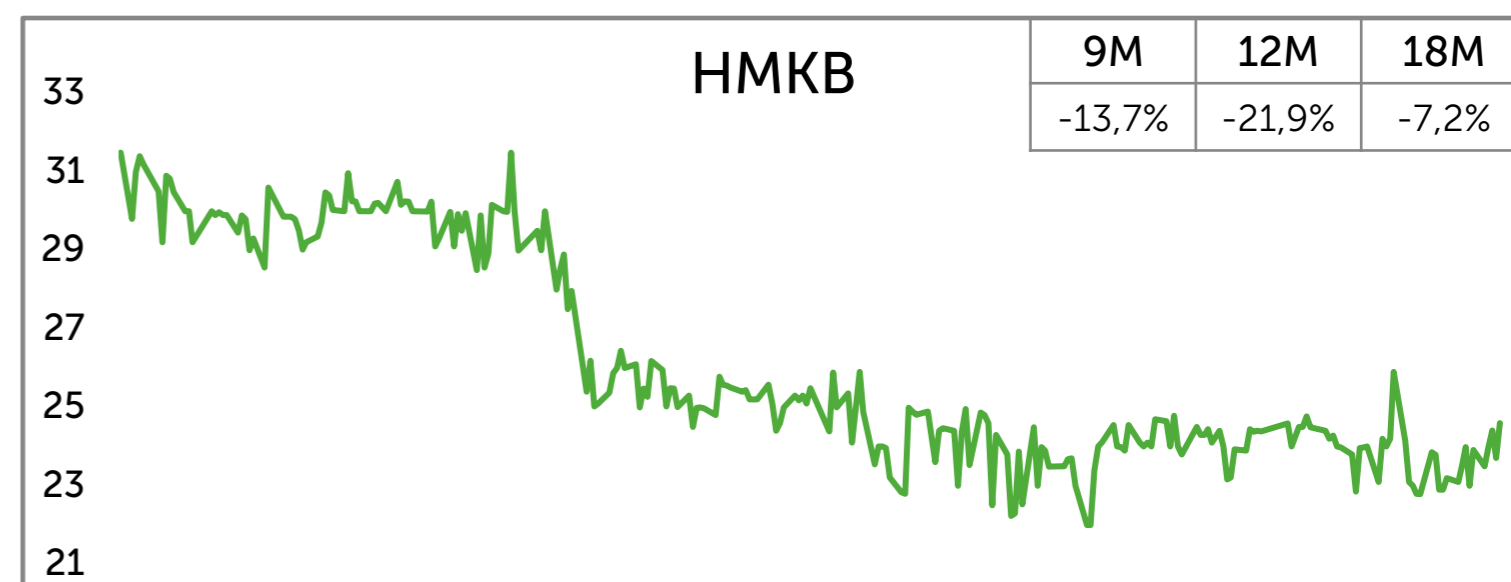
В феврале акции Кизилкумцемента (QZSM) показали смешанную динамику, начав месяц на уровне 1 299 сум и сохраняя стабильность в первой декаде с колебаниями в диапазоне 1 289,99–1 300 сум. С середины месяца начался рост: котировки преодолели 1 350 сум, достигнув локального максимума 1 368 сум, а затем выросли до пика 1 518 сум. Несмотря на волатильность в конце периода (падение до 1 410 сум – рост на 7,47% в феврале), месяц завершился на позитивной ноте, значительно выше начальных значений.



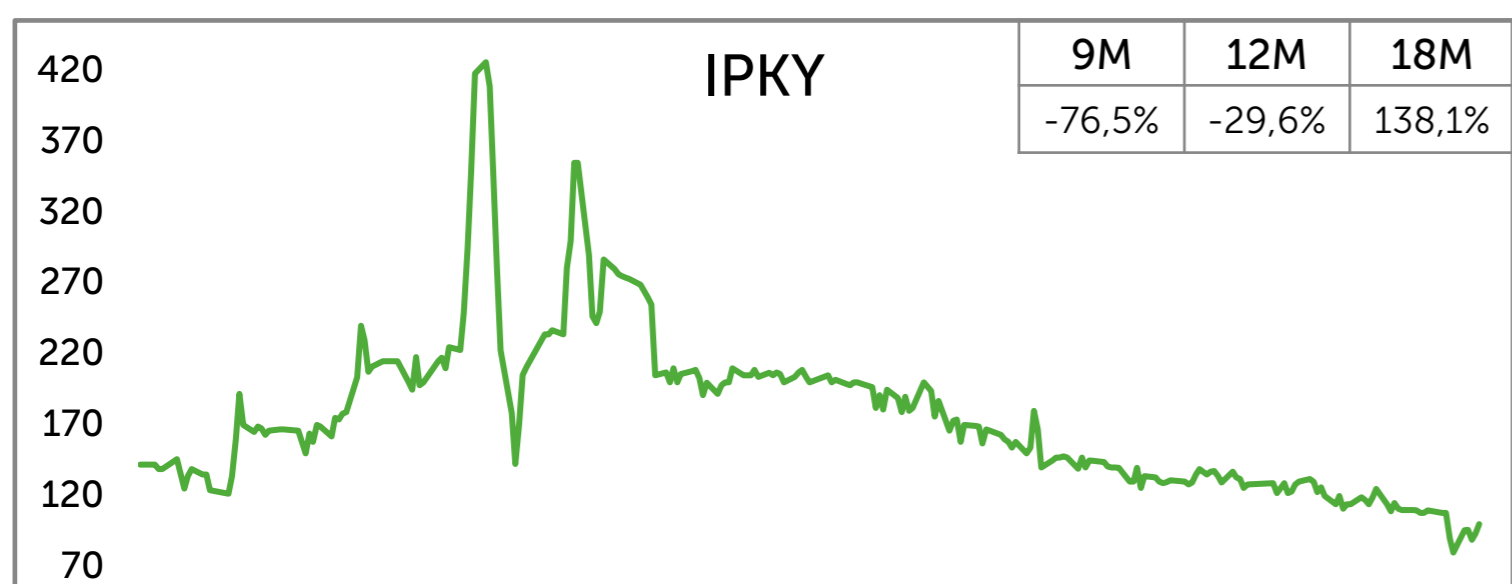
В феврале по акциям Товарно-сырьевой биржи (URTS) наблюдалось восстановление после январской волатильности. В первой половине месяца котировки колебались в узком диапазоне, но во второй половине периода ускорили рост. Преодолев отметку 3 600 сум, бумаги достигли максимума в 3 700 сум к концу месяца. Февраль завершился на уровне 3 699 сум, что на 5,75% выше январского закрытия. Рост поддержало объявление о годовом собрании акционеров 19 марта 2025 года, где будет рассмотрен вопрос о распределении чистой прибыли за 2024 год, что усилило интерес инвесторов.



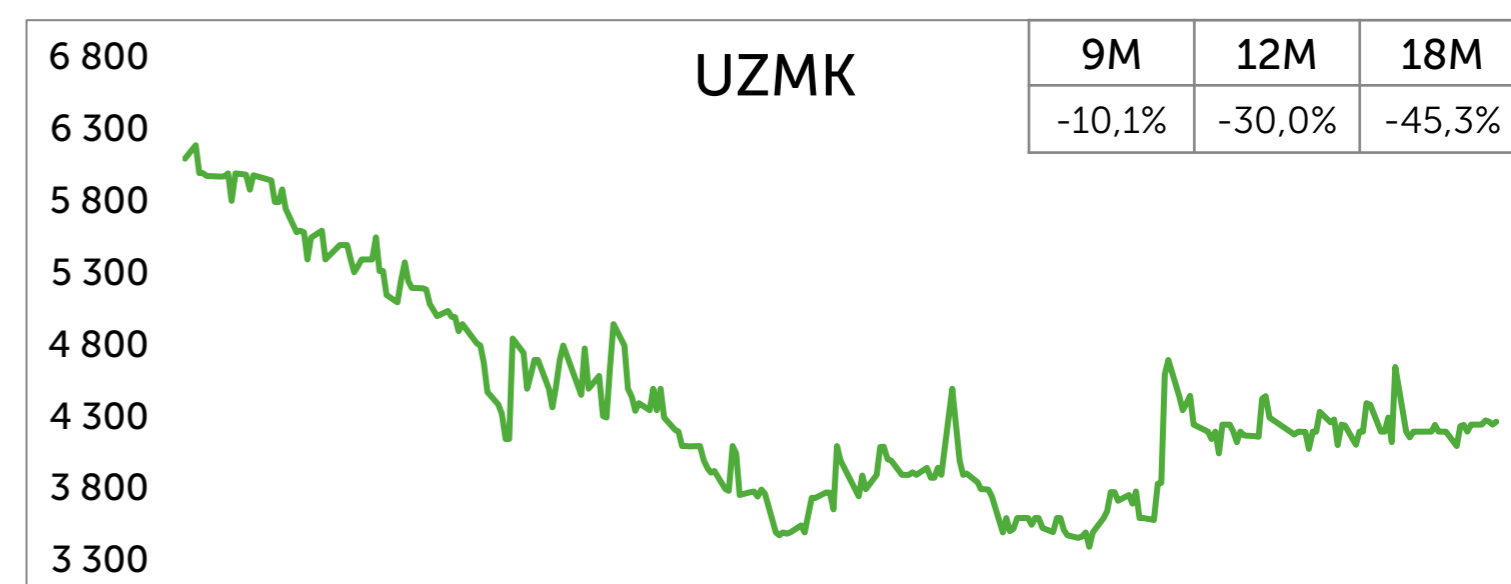
Капитализация Узбектелекома (UZTL) увеличилась на 1,57%. В первый день торгового периода акции достигли 4 389,99 сум, после чего последовала коррекция, и цена снизилась до 4 012 сум. Во вторую неделю наблюдалась схожая динамика: котировки поднялись до 4 270 сум, а затем последовательно опустились до 4 031,01 сум. 14 февраля был зафиксирован месячный максимум на уровне 4 400 сум. Завершение периода сопровождалось незначительными колебаниями в диапазоне 4 112,29 – 4 205 сум.



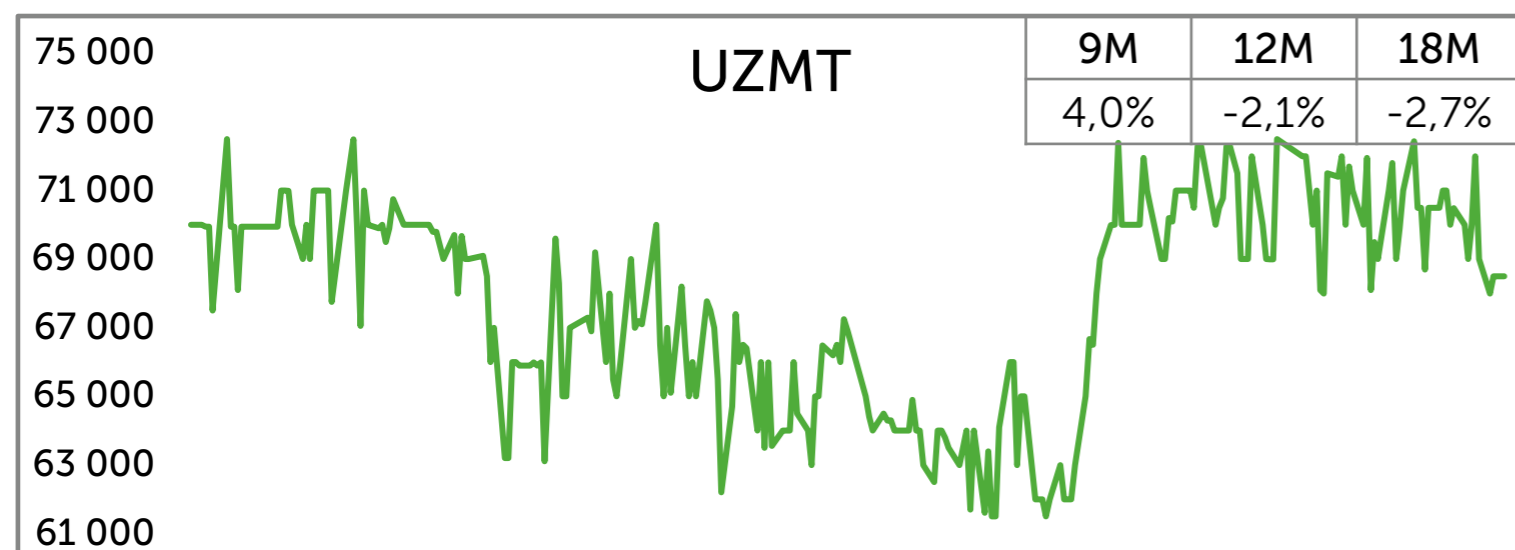
На протяжении рассматриваемого периода по акциям Хамкорбанка (HMKB) наблюдалась волатильная динамика: первоначально котировки снизились с 24,15 до 22,79, после чего произошло восстановление и колебания в диапазоне 22,90–24,60. Наиболее значимые откаты были зафиксированы в начале и середине периода, однако общее движение указывало на тенденцию к восстановлению, подтвержденную ростом до 24,60 в финальной точке. При этом основной объем торгов среди компонентов индекса пришелся на акции HMKB – 42,4%.



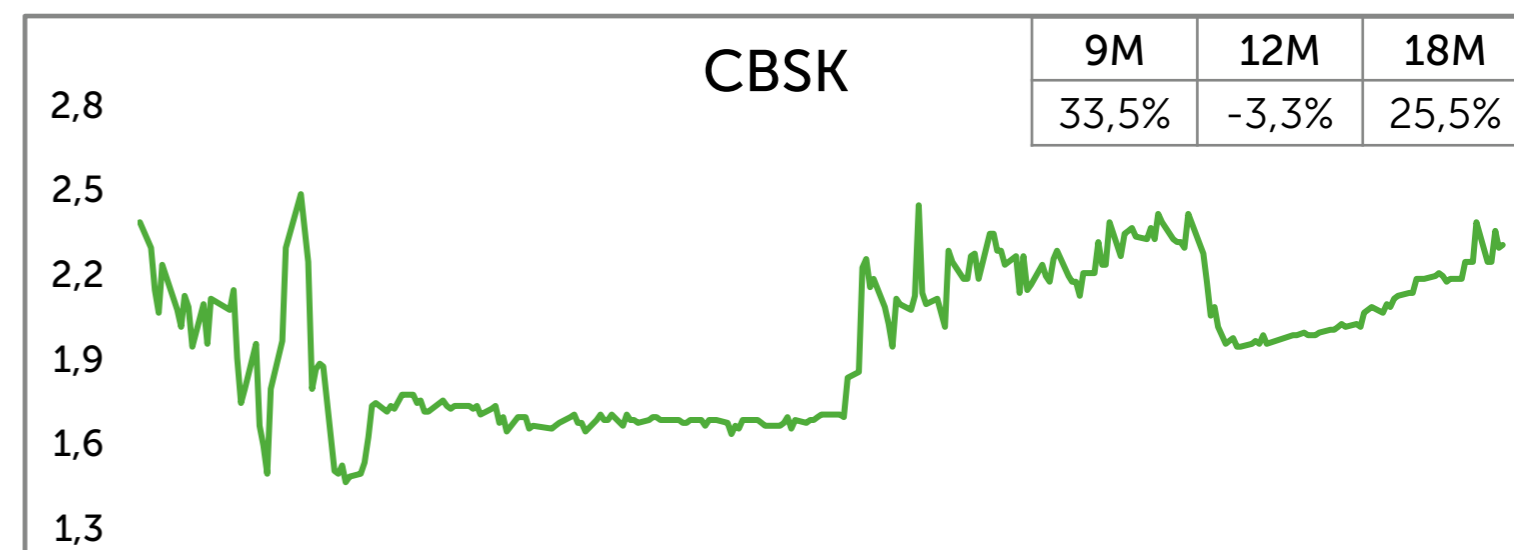
Аутсайдерами месяца стали акции Ипак Йули банка (IPKY), потерявшие 20,01% и опустившиеся до 99,99 сум. С 3 по 19 февраля бумаги колебались в диапазоне 107,87–114 сум, затем преобладала нисходящая динамика. В результате акции начали торговаться в пределах 80–99,99 сум, причем уровень 80 сум в последний раз наблюдался 10 января 2024 года.



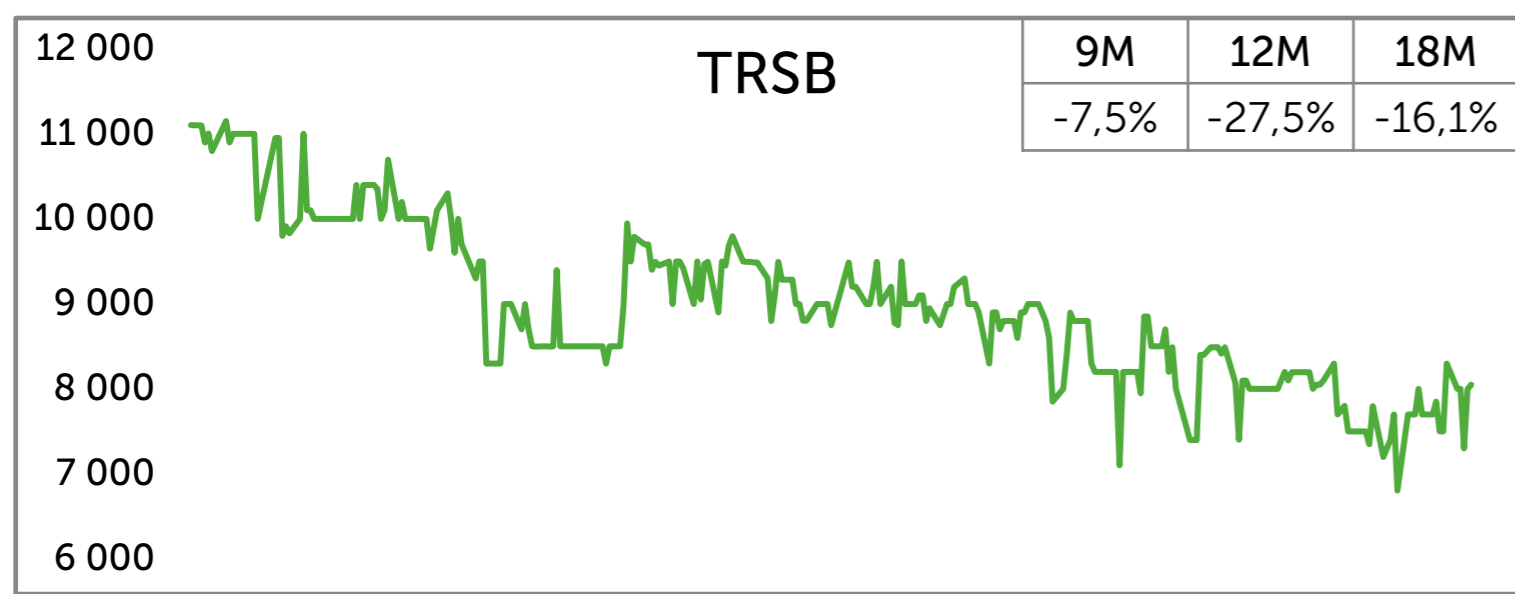
Акции Узметкомбината (UZMK) сменили тренд с восходящего на нисходящий по итогам месяца. Динамика котировок демонстрировали относительную стабильность в начале периода с преобладанием уровня 4 200 сум, за которым последовали колебания в диапазоне 4 160 - 4 279 сум. Наиболее заметные отклонения были зафиксированы в середине периода, где наблюдались скачки до 4 248 сум и 4 250 сум, а также кратковременное снижение до 4 101 сум. В финальной части котировки вновь испытали волатильность, достигнув в итоге 4 160 сум (-8,17%).



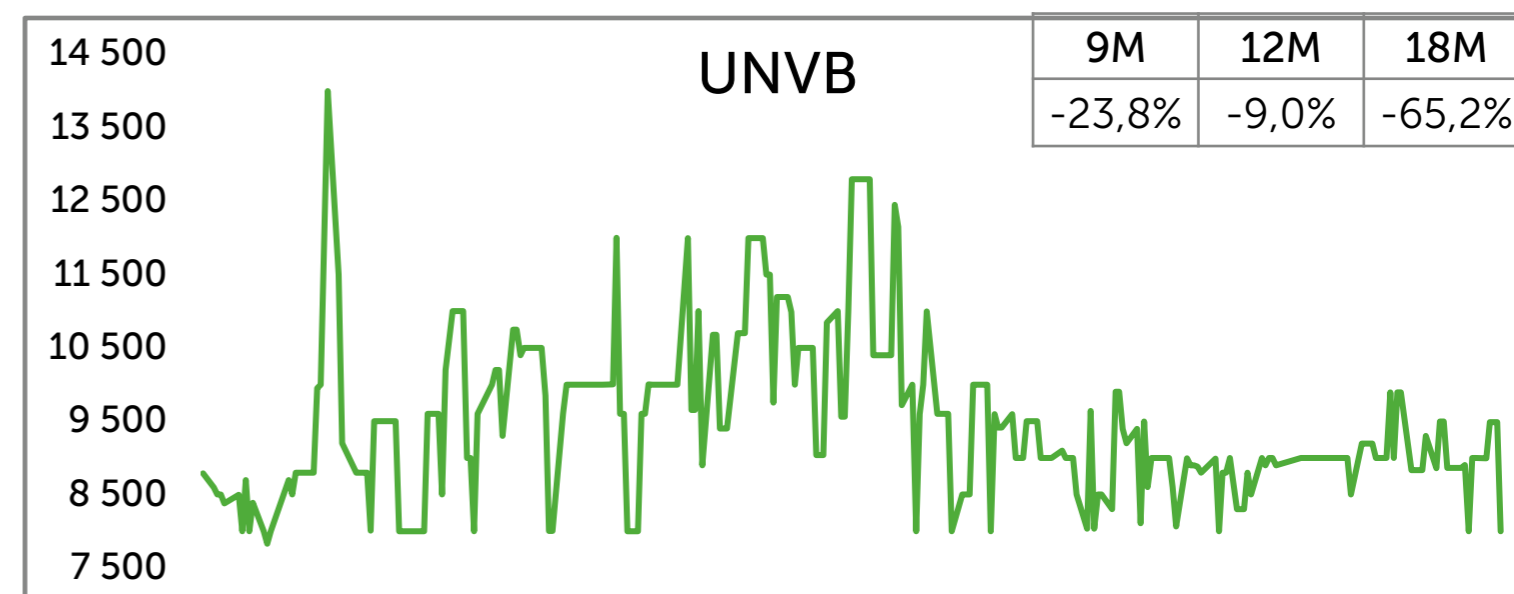
В первый день торгов стоимость акции Узавтомоторса (UZMT) достигла 72 439,99 сум, установив локальный максимум месяца. Затем последовало снижение с кратковременными откатами. 20 февраля котировки вновь поднялись до 71 999,89 сум, что могло сигнализировать о возможном росте, однако тренд развернулся, и акции упали до 68 000 сум. В последующие пять дней они стабилизировались на уровне 68 500 сум, зафиксировав общее снижение на 3,52%.



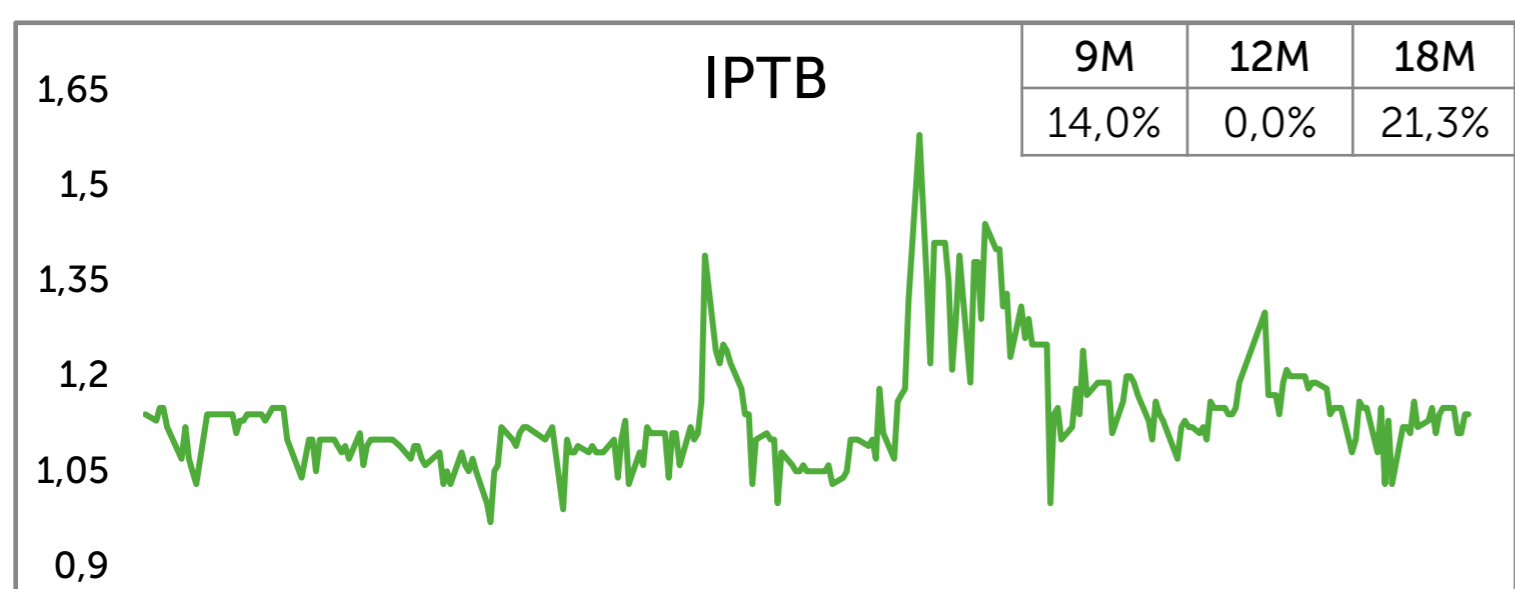
Акции Торгового комплекса Чиланзар (CBSK) являются одними из стабильных ценных бумаг на рынке, а также они стали фаворитами месяца по компонентам индекса TSMI. В период с 3 по 17 февраля котировки бумаг колебались в диапазоне 2,14 – 2,21 сум. С 18 по 25 февраля цена стабилизировалась на уровне 2,25 сум, с единичным откатом до 2,39 сум – этот показатель в последний раз был зафиксирован 29 ноября 2024 года. 26 февраля цена резко выросла до 2,36 сум, после чего торги проходили в пределах 2,30 – 2,31 сум (+8,45%).



Трастбанк (TRSB) увеличил свою капитализацию на 3,22% после снижения предыдущего периода. Котировки демонстрировали рост в начале периода, поднявшись с 7 201 до 7 697 сум, после чего последовал кратковременный спад до 6 805,01 сум. Затем бумаги вновь укрепились, достигнув 8 000 сум, с колебаниями в диапазоне 7 700 – 7 850 сум. Максимальный уровень зафиксирован на отметке 8 298,97 сум – 21 февраля, однако в конце периода котировки сопровождались откатом к 8 050 сум.



Акции Универсалбанк (UNVB) завершили месяц в нисходящем тренде, скорректировавшись после предыдущего роста. Котировки стартовали с 8 835 сум, затем выросли до 9 300 сум, но вскоре откатились. Достигнув месячного максимума в 9 497 сум, бумаги не удержали позиции и колебались в диапазоне 8 866 – 9 000 сум. В конце периода наблюдались резкие колебания: рост до 9 487 сум сменился падением до 8 002 сум (-19,11%).



Бумаги Ипотека банка (IPTV) снизились на 0,87% до 1,14 сум. В течение месяца котировки демонстрировали умеренную волатильность, колеблясь в диапазоне 1,03–1,16 сум. После снижения до 1,03 сум 5 февраля наблюдался восстановительный рост до 1,15 сум, однако устойчивого тренда не сформировалось. В дальнейшем движение оставалось разнонаправленным, с частыми откатами к 1,11–1,12, что указывало на консолидацию без ярко выраженной тенденции.



## 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	3 699,00	4 700,00	27,1%	Покупать
SQBN	АКБ "Узпромстройбанк"	Финансовые услуги	9,50	12,71	33,8%	Покупать
НМКВ	АКБ "Хамкорбанк"	Финансовые услуги	24,60	37,70	53,3%	Покупать
UZMK	АО "Узметкомбинат"	Металлургия	4 270,00	7 300,00	71,0%	Покупать
UZMT	АО "Узавтомоторс"	Автомобилестроение	68 501,01	99 700,00	45,5%	Покупать
UZTL	АК "Узбектелеком"	Телекоммуникации	4 205,00	7 400,00	76,0%	Покупать
БИОК	АО "Биокимё"	Химическая промышленность	24 500,00	30 979,00	26,4%	Покупать
IPTB	АКИБ "Ипотека-банк"	Финансовые услуги	1,14	1,27	11,4%	Держать
TRSB	ЧАБ "Трастбанк"	Финансовые услуги	8 050,00	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
UNVB	АКБ "Универсалбанк"	Финансовые услуги	8 002,00	4 186,00	-	Фиксировать прибыль

\*во время сезона отчетности целевые цены могут измениться



## Рынок облигаций

Ликвидные облигации, доступные для розничных инвесторов на РФБ «Тошкент»

Компания	АО «Imkon Finans mikromoliya tashkiloti» <sup>2</sup>	ООО «Biznes Finans mikromoliya tashkiloti» <sup>1</sup>
Код ценной бумаги	UZ6056967AD5	UZ6057687AC0
Тикер	IFMT4	BFMT3V3
Годовая доходность	28%	27%
Выплата купона	Ежемесячно	Ежемесячно
Дата погашения	09.04.2027	20.11.2027
Дней до погашения	807	1 032
Обеспечение	Страховой полис	Нет
Рейтинг	uzA+	uzAA-

<sup>1</sup> на первичном рынке

<sup>2</sup> на вторичном рынке

### Листинг

С начала 2025 года на РФБ «Тошкент» было размещено 4 выпуска облигаций. Размещение проводилось как по открытой, так и по закрытой подписке. Ниже представлены детали каждого выпуска:

#### Частные размещения:

АКБ «TBC Bank»

Объем размещения — 128 млрд сум

Купонная ставка — 24%

Срок обращения — 2 года

ООО «Nazarov Rakhimbayev Group»

Объем размещения — 60 млрд сум

Купонная ставка — 25%

Срок обращения — 1 год

ООО «Unexpected Purchases»

Объем размещения — 7 млрд сум

Купонная ставка — 22%

Срок обращения — 2 года

#### Публичные размещения:

ИП ООО «Makesense» (группа Uzum Nasiya)

Объем размещения — 300 млрд сум

Купонная ставка — 25%

Срок обращения — 2 года

### Рынок МФО

Перед эмитентами рынка микрофинансирования открываются новые стратегические перспективы для расширения деятельности и повышения конкурентоспособности.

С 12 февраля 2025 года в стране вступил в силу закон, позволяющий микрофинансовым организациям трансформироваться в микрофинансовые банки (МФК), что открывает доступ к банковским инструментам и способствует укреплению финансового сектора. Новые регуляторные изменения дают МФК возможность привлекать депозиты от населения, повышая доступность сбережения, укрепляя ликвидность и создавая дополнительные источники финансирования. Кроме того, законом предусмотрена возможность дальнейшей трансформации МФК в коммерческие банки, а также обратный процесс перехода банков в статус микрофинансовых организаций.

Рынок МФО продолжает демонстрировать уверенный рост, подтверждая высокий спрос на микрофинансовые услуги. В январе 2025 года совокупный объем кредитного портфеля увеличился на **88,6%** по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, достигнув **8,1 трлн сум**. Средняя доля проблемных кредитов (NPL) составила **2,9%** (+0,5 п.п. год к году).

Экосистема Uzum подвела итоги 2024 года: чистая прибыль выросла на 50%, составив 150 млн долларов. Ключевым драйвером роста стало развитие финтех-направления: объем выданных рассрочек и микрозаймов увеличился в 2,7 раза до \$421 млн, а кредитный портфель Uzum Nasiya более чем удвоился. Оборот e-commerce-сегмента экосистемы (GMV) вырос в 2,4 раза, достигнув \$345 млн. Также, ИП ООО «MAKESENSE» входящий в группу Uzum Nasiya выпустило облигации по открытой подписке. Объем выпуска составляет 300 млрд сум с номинальной стоимостью в 1 млрд сум. Ставка купона была определена на уровне 25% годовых с ежеквартальными выплатами.

В соответствии с Указом Президента №26 от 21 февраля в Узбекистане при Компанией рефинансирования ипотеки Узбекистана (УзКРИ) будет создана специализированная организация, отвечающая за выпуск ипотечных облигаций с благоприятной средой для их выпуска и обращения в рамках нового "Фонда регулирования". Уставный капитал УзКРИ должна увеличиться до 1,4 трлн сумов к 2025 году и достичь 5 трлн сумов к 2030 году. На рефинансирование ипотечных кредитов будет направлено 2,3 трлн сумов. Эти решения направлены на развитие ипотечного рынка и повышения его устойчивости.

В 2024 году объем продаж драгоценных металлов на Узбекской республиканской товарно-сырьевой бирже (УзРТСБ) увеличился на 61,78% по сравнению с прошлым годом, достигнув 2912,1 кг. Золото составило основную часть сделок — 2535,1 кг, его средняя цена на бирже установилась на уровне 977,5 тыс. сумов за грамм. Объем продаж серебра достиг 377 кг при средней цене 11 325,2 сумов за грамм. С начала года через биржу было приобретено 195,7 кг золота, а его средневзвешенная цена в январе составила 1,12 млн сумов за грамм.

IMKONS FINANS опубликовал финансовый отчет за 2024 год. Чистая прибыль компании снизилась на 17,35% до 2,06 млрд сум, при этом процентные доходы и беспроцентные доходы увеличились на 73,03% и 135,1% соответственно. Кредитный портфель компании увеличился до 37,60 млрд сум (+68,63%), а обязательства выросли на 98,57%, достигнув 45,85 млрд сум, что в основном связано с выпуском облигации в апреле прошлого года.

TBC Bank представил финансовые результаты за 2024 год в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО). Компания продемонстрировала значительный рост ключевых показателей: общий операционный доход увеличился на 108% по сравнению с предыдущим годом, достигнув 1,9 трлн сумов. Чистая прибыль банка составила 514 млрд сумов, что на 91% выше показателя 2023 года, а рентабельность капитала (ROE) достигла 26,9%. Кредитный портфель TBC Bank вырос на 112%, достигнув 8,07 трлн сумов. При этом доля банка на рынке необеспеченных потребительских кредитов увеличилась с 13,9% в 2023 году до 16,4% в 2024 году. Объем вкладов физических лиц также показал существенный рост, увеличившись на 82% и достигнув 4,8 трлн сумов, что составляет 3,6% от общего объема депозитов в Узбекистане.

Алокабанку будет выделено \$200 млн для финансирования проектов молодых предпринимателей. Молодые предприниматели смогут брать кредиты до 5 млрд сумов при найме 20 сверстников. Для самозанятых предусмотрены микрозаймы до 100 млн сумов, 30% кредитов направят женщинам.

РФБ «Тошкент» объявила о приостановке торгов акциями АО «Maroqand» и АО «HUMANS COMPANIES» с 10 февраля 2025 года до особого уведомления. Данное решение было

принято в соответствии с пунктом 1687 Правил торгов, на основании уведомления Центрального депозитария и постановлений Национального агентства перспективных проектов.

Рейтинговое агентство Sustainable Fitch присвоило Узпромстройбанку ESG-рейтинг 3 с общим баллом 59, что подтверждает успешное внедрение банком принципов устойчивого развития. В отчете агентства особо отмечается активная роль банка в финансировании «зелёных» проектов, включая инициативы в сфере энергоэффективности и возобновляемых источников энергии. Узпромстройбанк поставил перед собой цель — увеличить долю «зелёных» кредитов в своём портфеле до 30% к 2030 году.

Узбекистан разместил три выпуска суверенных евробондов на \$1,5 млрд. Параметры выпуска определены следующим образом: купонная ставка по 7-летним облигациям на \$500 млн составила 6,947%, по 4-летним облигациям на €500 млн — 5,1%, а по 3-летним облигациям на 6 трлн сумов — 15,5%. Привлеченные средства будут направлены на финансирование государственного бюджета на 2025 год и ипотечного кредитования через коммерческие банки. Также размещены «зеленые» облигации, доходы от которых пойдут на экологические проекты.

Алмалыкский горно-металлургический комбинат (АГМК) получил ESG-рейтинг 3/5 и 56 из 100 баллов от Sustainable Fitch — наивысший показатель в горно-металлургической отрасли Узбекистана. Оценка отражает качество стратегии устойчивого развития комбината и соответствие экологическим, управленческим и социальным критериям.

Агентство по управлению госактивами завершило сделки по продаже 98,8% «Автокомпонента» и 51,12% «Трест-12». Победителем торгов за «Автокомпонент» стало СП Uz-Dong Won Ko (Best Pipe and Parts) с предложением 105 млрд сумов. Покупатель обязался сохранять профиль деятельности 10 лет и соблюдать соглашения GM. «Трест-12» приобрела Delta Global Dynamics за 111 млрд сумов, обязавшись сохранять рабочие места и условия труда. Оба соглашения одобрены Госкомиссией по приватизации.

В 2024 году объем сделок на УзРТСБ достиг 164,1 трлн сумов, увеличившись на 11,8%. Биржевые торги выросли на 14,8%, а электронные госзакупки — на 5,3%. Продажи «красивых» номеров удвоились, крупнейший лот ушел за 965,3 млн сумов. Реализовано 64,3 тыс. сертификатов «зеленой» энергии на 875,9 млн сумов. Фермеры продали 2,5 млн тонн хлопка и 1,2 млн тонн зерна. Запущены двусторонний встречный аукцион и онлайн-платформа Uzex Agro.

«Асакабанк» выдал «Кварцу» кредит на 60 млрд сумов для пополнения оборотных средств. В феврале 2023 года 90% госдоли компании были проданы «Кувасайцементу» за 265 млрд сумов, при этом новый владелец обязался погасить кредит на 47,2 млн евро. По итогам III квартала 2024 года убытки «Кварца» составили 127,5 млрд сумов.

В 2024 году цифровая экосистема Uzum вошла в число крупнейших частных налогоплательщиков Узбекистана, перечислив в бюджет 1,2 трлн сумов (\$94,8 млн) и заняв второе место среди частных компаний. Налоговые отчисления экосистемы выросли на 28%, обеспечив 0,3% доходов бюджета. К концу года сервисами Uzum пользовался каждый третий житель страны, а количество сотрудников превысило 11 тысяч. Компания создала 3 000 новых рабочих мест, а также способствует развитию малого и среднего бизнеса через маркетплейс Uzum Market и сервис доставки Uzum Tezkor.

*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.*