



Ежемесячный инвестиционный обзор

Выпуск №3 Март



1135
ffin.uz

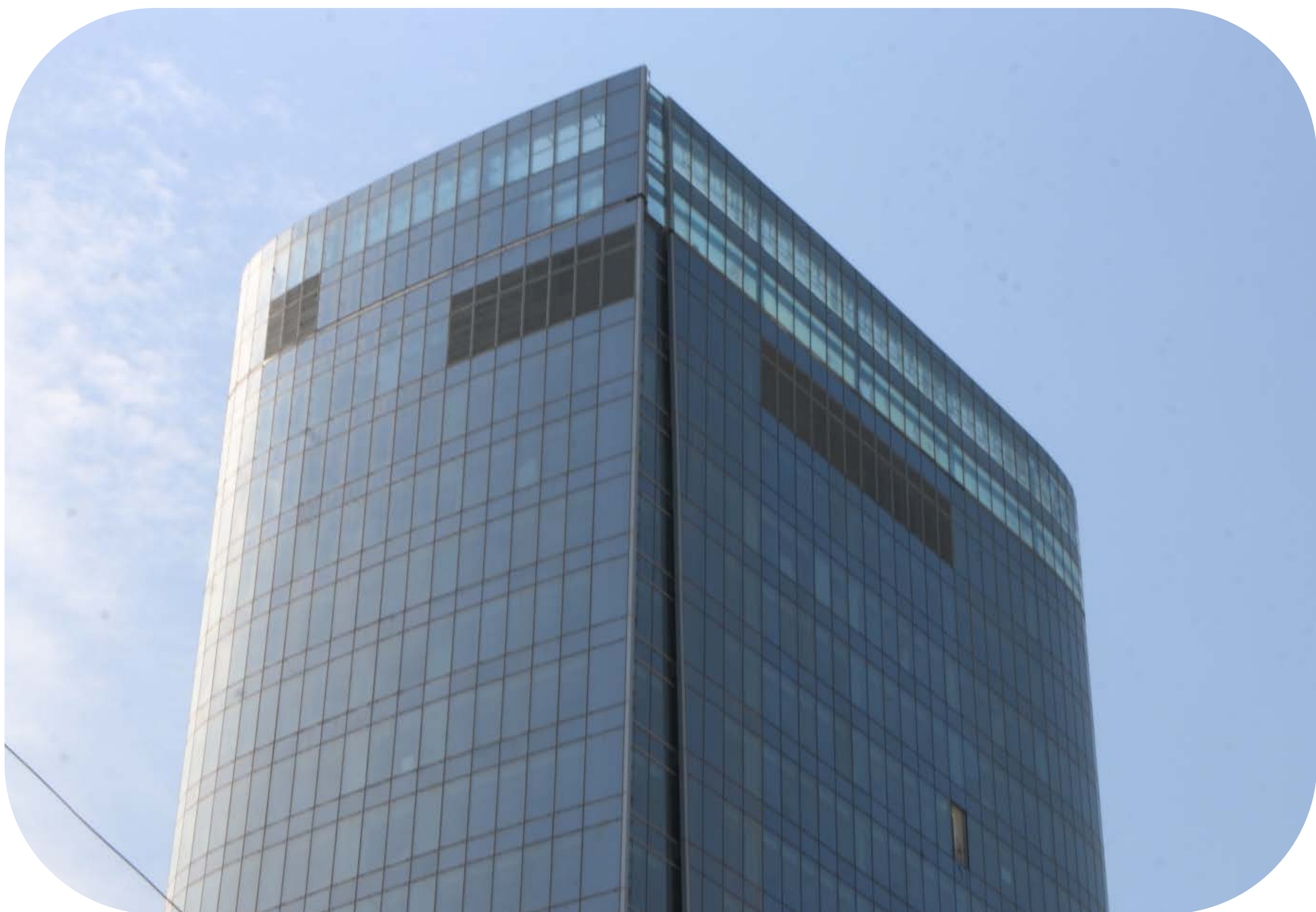


За последние годы рост экономики Узбекистана и её стремительное развитие на фоне масштабных реформ открыли новые возможности для инвесторов, стремящихся диверсифицировать свои вложения. В ответ на растущий интерес мы представляем обзор макроэкономической среды страны, а также динамику фондового и валютного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

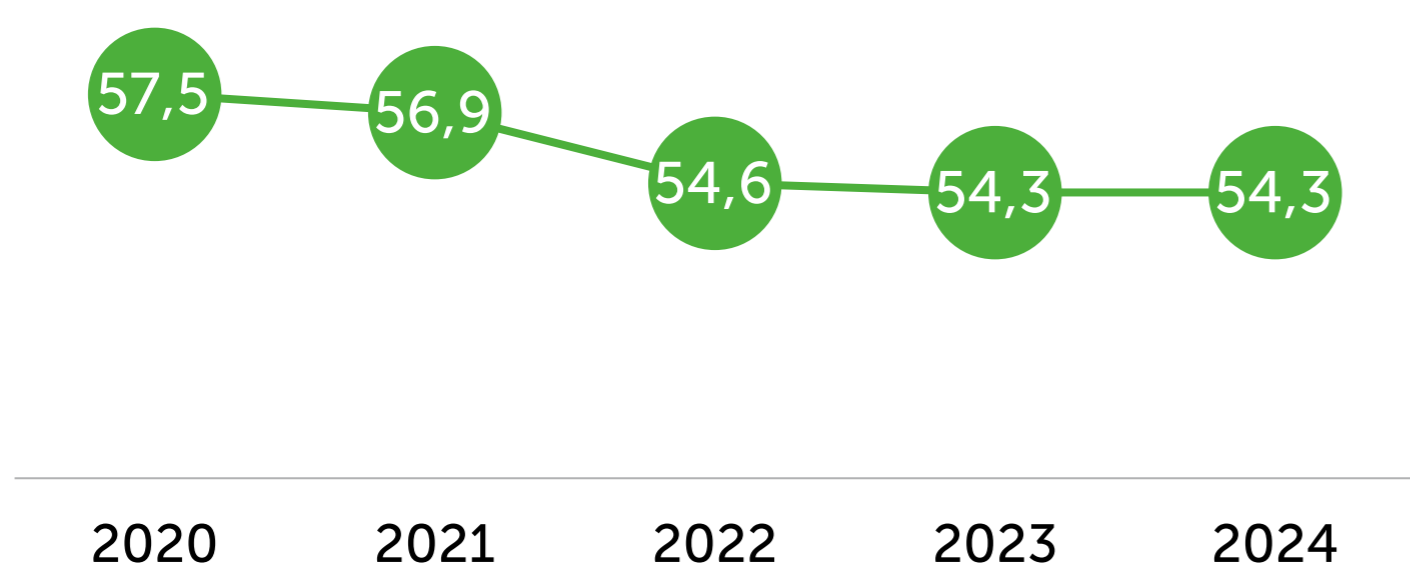
Рынок акций.....	10
Изменение по бумагам в покрытии.....	11-12
Рекомендации по акциям в покрытии.....	13
Рынок облигаций.....	14
Корпоративные новости.....	15

Ключевые события

Сегодня Узбекистан демонстрирует стремительный экономический рост, во многом благодаря бурному развитию предпринимательства. Особую роль в этом играет **малый и средний бизнес**, который становится ключевым драйвером экономики, создавая новые рабочие места и расширяя инвестиционные возможности.

Малый и средний бизнес (МСБ). Государства активно продолжает поддерживать малый и средний бизнес, который формирует значительную долю внутреннего валового продукта (ВВП) в стране. По данным Агентства статистики, доля МСБ составил **54,3%** от ВВП за 2024 год или **753,22 трлн сум** в денежном эквиваленте.

Доля МСБ в ВВП (%) за 2020–2024 гг.



19 марта 2025 года Президент Шавкат Мирзиёев провел встречу с представителями бизнеса, где были обозначены приоритеты развития сектора. Среди ключевых целей на 2025 год:

- увеличение доли МСБ в экономике до **55%** с добавленной стоимостью в размере **70 млрд долларов**;
- рост экспорта сектора с **9 до 12 млрд долларов** с поддержкой в транспортировке, сертификации и стандартизации продукции;
- создание **1,5 млн новых рабочих мест** и увеличение числа средних предприятий (с численностью более 100 сотрудников) до **4 тысяч**;
- развитие **100 национальных брендов** и поддержка **200 стартап-проектов**.

Финансовая поддержка малого и среднего бизнеса выходит на новый уровень, что подтверждается запуском «программы развития МСБ» президентом, включающая предоставление средств из всех источников в размере **120 трлн сум (\$10 млрд)**, что является максимальным финансированием за все время. Также, на стимулирование предпринимательской деятельности среди населения выделят **22 трлн сумов льготных кредитов**, из которых **2,5 трлн сум** направят на молодежное предпринимательство и столько же - на проекты женщин-предпринимателей (для них процентная ставка будет на 2% ниже). Новые кредитные продукты

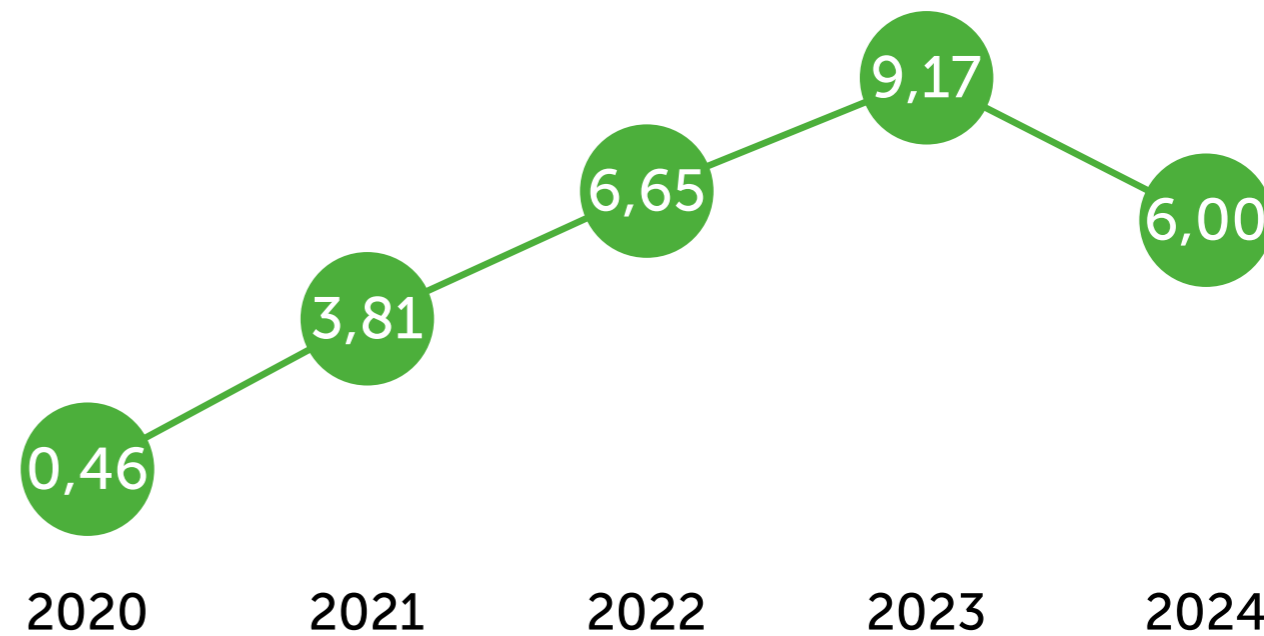
предусматривают выдачу до **300 млн сумов** малым предприятиям и до **150 млн** - без залога для вновь созданных МСБ.

Налоговая политика предусматривает **мораторий до 2028 года** на повышение НДС и налога на прибыль, списание **1 трлн сумов** пеней для фермеров, а также упрощенную процедуру ликвидации предприятий с оборотом менее 10 млрд сумов.

Вдобавок, МСБ получил поддержку со стороны международных финансовых институтов таких, как: **Азиатский банк развития (АБР)**, **Евразийский банк развития и реконструкции (ЕБРР)** и **Агентство развития Франции**.

Приватизация. Согласно данным Агентства по управлению государственными активами (АУГА), в 2024 году приватизировано **1 717 предприятий** и объектов на общую сумму **6,0 трлн сум**.

Динамика доходов от продажи госактивов, трлн сум



12 сентября 2023 года в Узбекистане вступил в силу Указ Президента Шавката Мирзиёева о стратегии «Узбекистан – 2030», направленной на трансформацию страны в государство с конкурентоспособной, инновационной экономикой и высоким уровнем жизни к 2030 году. В рамках документа особое внимание уделено развитию финансового сектора: раздел 49 стратегии предусматривает повышение инвестиционной привлекательности реализацией программы «**Народного IPO**», включающую размещение акций **40 предприятий** с госучастием, что позволит вовлечь население в инвестиционный процесс и укрепить рынок капитала. Параллельно, в разделе 50 заложены меры по реформированию банковской системы, включая приватизацию банков при сохранении **государственного контроля над 3-4 ключевыми институтами**, а также привлечение как минимум **четырёх крупных иностранных банков** для усиления конкуренции и трансфера передовых технологий.

В развитие этих инициатив 27 марта 2025 года под председательством Президента Шавката Мирзиёева состоялось стратегическое совещание по вопросам приватизации государственного имущества. За последние четыре года государство добилась значительных успехов в этой сфере:

объем приватизированных активов составил 47 трлн сумов (рост в 30 раз по сравнению с предыдущим десятилетием), а доля госсектора в экономике сократилась на 13%. В фокусе новой волны приватизации — крупные стратегические активы, включая "Ферганаазот", Кунградский содовый завод и престижные гостиницы, а также первые в истории "народные IPO". Однако остаются системные проблемы: задержка приватизации 4 тыс. участков, неготовность 22 госкомпаний к переходу на МСФО и отсутствие кредитных рейтингов у ключевых предприятий.

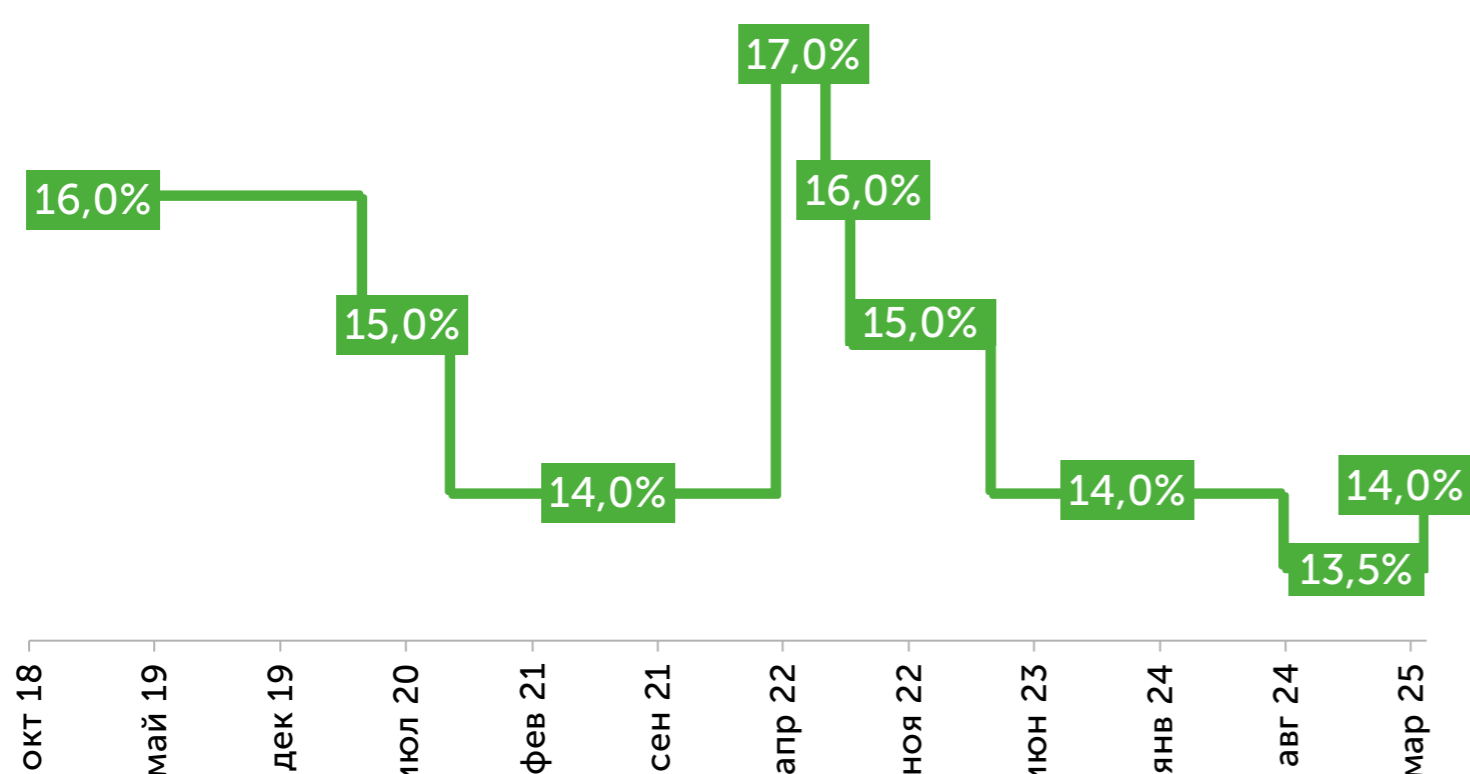
На 2025 год поставлены цели:

- приватизация на 30 трлн сумов и поступление не менее 10 трлн сум в госбюджет;
- продажа госдолей в 116 предприятиях и 581 объекта недвижимости;
- выставление на аукцион 6,1 тыс. га земель и увеличение продаж до 6 трлн сум;
- предложение инвесторам не менее 300 месторождений и обеспечение поступлений 500 млрд сум.

Для ускорения процесса введены льготы, включая право выкупа для арендаторов и снижение стартовых цен. Особое внимание будет уделяться выходу госпредприятий на IPO — в 2025-2026 годах планируется размещение акций 38 компаний. Реализация этих мер должна привлечь иностранные инвестиции, повысить эффективность управления и укрепить частный сектор, но успех будет зависеть от слаженной работы ведомств и снижения бюрократических барьеров.

Ключевая ставка и инфляция. 20 марта 2025 года прошло заседание правления Центрального банка (ЦБ), на котором было принято решение повысить основную ставку на 0,5 процентных пунктов до уровня 14% годовых. Причинами ужесточения денежно-кредитной политики являются инфляционное давление, которое остается на высоком уровне (10,1% годовых в феврале) и на фоне устойчивого роста цен на топливо, ЖКХ, транспорт и услуги, а также повышенного потребительского спроса, подкрепленного ростом кредитования и денежных переводов.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ С 2020 Г.

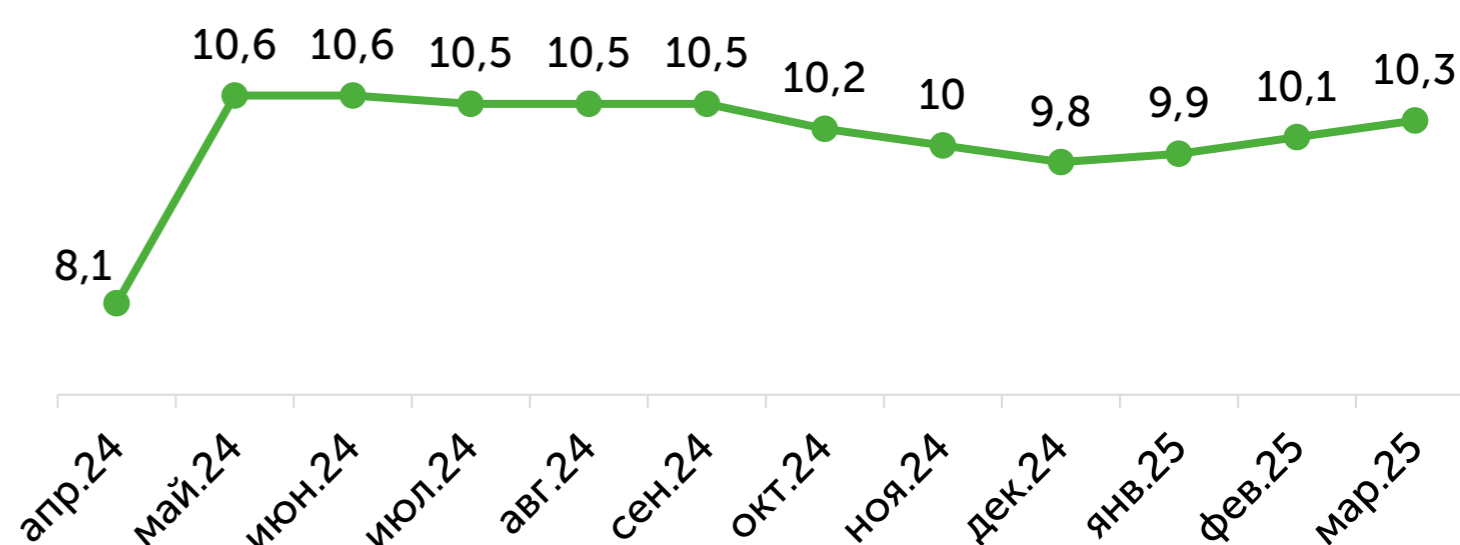


Следующее заседание правления ЦБ по вопросу ключевой ставки состоится 24 апреля 2025 года.

Кроме этого, инфляционные ожидания жителей страны остаются на повышенных уровнях. Согласно мониторингу ЦБ, население прогнозирует рост цен до 15,3% (+0,9 п.п. к январю, медиана – 13,2%), бизнес – до 13,8% (+0,9 п.п., медиана – 11,2%). Ключевыми факторами ожиданий выступили подорожание коммунальных услуг, энергоносителей, волатильность курса, а также монопольные и спекулятивные цены.

По итогам I квартала 2025 года инфляция составила 10,3% в годовом выражении. Индекс потребительских цен (ИПЦ) вырос на 0,9% к февралю, а за январь-март 2025 года инфляция увеличилась на 2,1% к декабрю предыдущего года и на 1,7% за аналогичный период 2024 года. По основным группам ИПЦ в марте наблюдался значительный прирост по продовольственным товарам, которые выросли до 1,5% к предыдущему месяцу, при этом динамика непродовольственных товаров и услуг снизилась до 0,2% и 0,7% соответственно. Значительный вклад в увеличение инфляции внесли ценовые изменения на продукты питания и безалкогольные напитки, доля которых составляет 76,19% от общего роста.

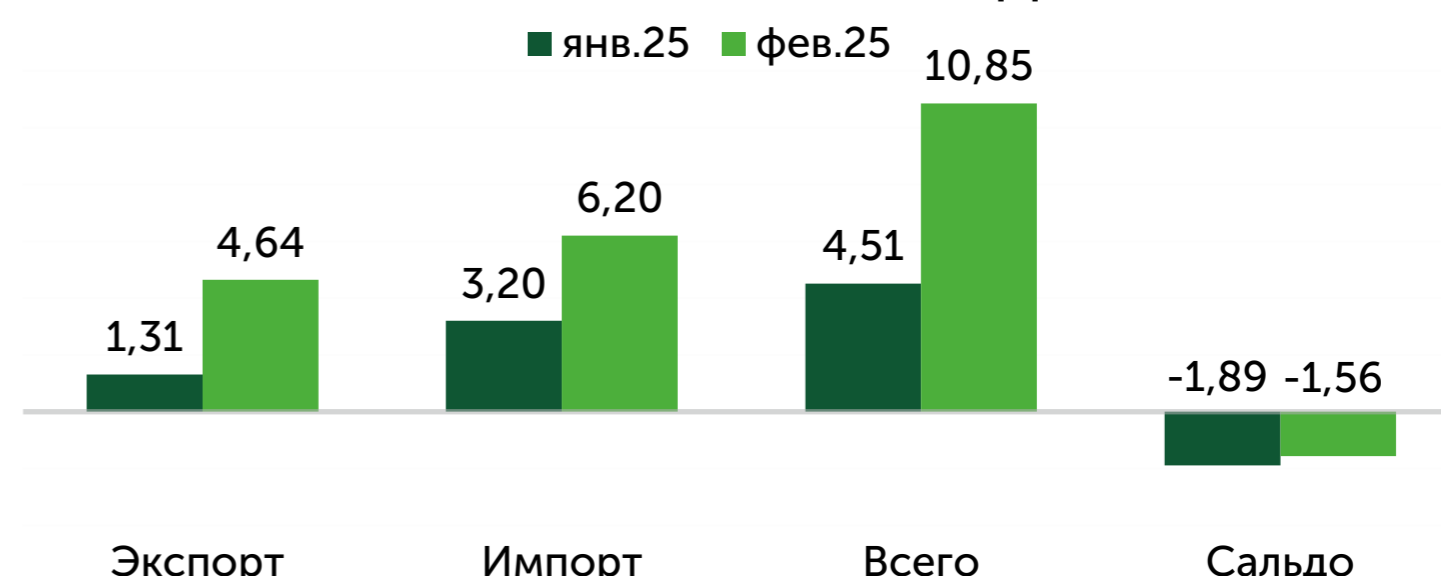
Траектория инфляции, 1 год



Отметим, что повышение цен на энергоресурсы было отложено на месяц и изменения вступят в силу с 1 мая 2025 года.

Внешняя торговля. По данным Агентства статистики, Узбекистан ведет торговые отношения со 162 странами мира. За февраль 2025 года внешнеторговый оборот достиг 10,84 млрд сум: из них на долю экспорта приходится 4,64 млрд сум (+27,73 г/г), а импорт составил 6,20 млрд сум (-0,54% г/г). Сальдо внешнеторгового оборота значительно снизилось на 40,04% г/г (-1,56 млрд сум) по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. За рассматриваемый период основными торговыми партнерами стали: КНР (19,2%), Россия (14,9), Казахстан (6,1%).

ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ, МЛРД СУМ



В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

9 ГОСУДАРСТВЕННЫХ
БАНКОВ

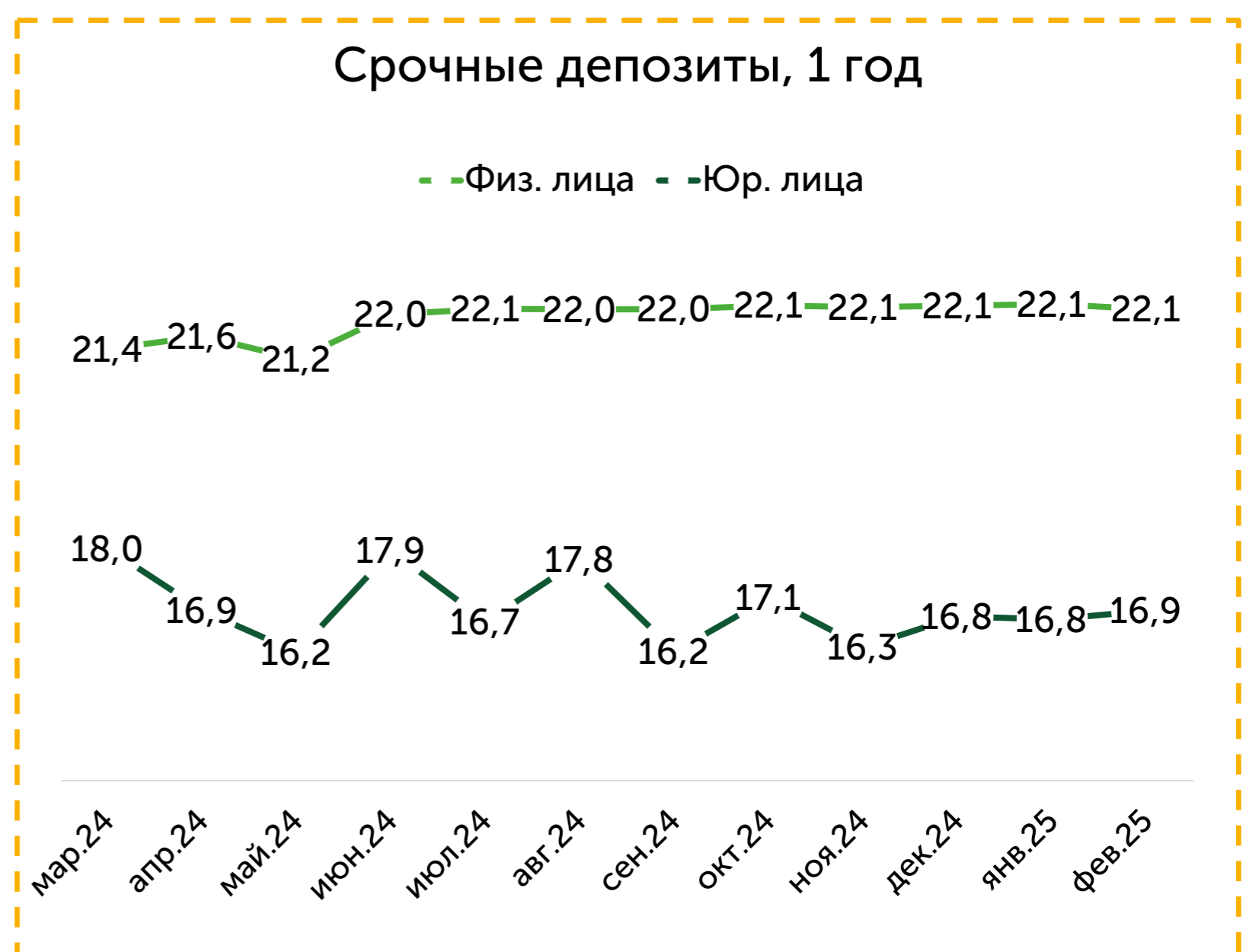
27 ЧАСТНЫХ
БАНКОВ

В банковском секторе Узбекистана продолжается введение новых реформ для его дальнейшего развития и конкурентоспособности.

Новые механизмы рефинансирования. В начале марта 2025 года прошло заседание рабочей группы в Центральном банке Узбекистана, где были представлены ключевые изменения в регулировании рефинансирования кредитов, направленные на снижение долговой нагрузки населения и развитие конкуренции в банковском секторе. Среди предложений – исключение платежей по рефинансируемым кредитам из расчета долговой нагрузки, смягчение правил капитализации процентов и внедрение онлайн-сервисов для рефинансирования. Также ими обсуждались ограничения на повторное рефинансирование одного кредита и регулирование доли таких кредитов в банковских портфелях. Эти меры призваны повысить доступность кредитных продуктов и финансовую устойчивость заемщиков.

Финансовые показатели коммерческих банков. В феврале 2025 года совокупный кредитный портфель достиг 540,02 трлн сумов, увеличившись на 1,13% по сравнению с январем. При этом объем проблемных кредитов (NPL) вырос с 23,76 до 24,34 трлн сумов, хотя их доля в портфеле осталась на уровне 4,5%. Банки продемонстрировали значительный рост чистой прибыли – почти в 2 раза (+92,45%) по сравнению с январем, достигнув 2,24 трлн сумов, что составляет треть от годового показателя 2024 года (6,96 трлн сумов). Такой рост обусловлен увеличением процентных (на 11,72% г/г и 90,15% м/м) и беспроцентных доходов (на 12,70% г/г и 77,88% м/м). Кроме того, наблюдалось снижение оценочных резервов по кредитам и лизингу на 2,17% год к году, а также некредитных убытков на 2,36% г/г.

Процентные ставки по депозитам в национальной валюте. В январе-феврале 2025 года средневзвешенная ставка по депозитам продолжила снижение по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Так, средняя ставка по сумовым вкладам составила 19,5% в январе и 19,2% в феврале, тогда как в 2024 году эти показатели находились на уровне 19,8% и 19,7% соответственно. При этом в феврале текущего года ставки по краткосрочным вкладам (до 1 года) зафиксировались на отметке 17%, а по долгосрочным достигли исторического максимума в 20,8%..



Вопреки повышению ключевой ставки в марте и, вследствие, ожидаемому росту ставок по вкладам, с 1 апреля максимальный разрешенный уровень по сумовым вкладам коммерческих банков будет установлен на отметке 23%. Учитывая это, в ближайшей перспективе возможно снижение средневзвешенных ставок по кредитам как для физических, так и для юридических лиц, что будет давить на процентные доходы банков.



Узбекский сум по отношению к доллару

В первом квартале 2025 года наблюдалось укрепление сума к доллару на 0,06%. По месяцам была зафиксирована смешенная динамика курса доллара: ослабление на 0,28% в январе, укрепление на 0,62% в феврале и на 0,28% снова ослабление в марте. Вдобавок, 14 февраля был достигнут максимум за все время – 13 003,95 сум за 1 доллар, тогда как на конец квартала курс составил 12 913,19 сум.

Стабильность национальной валюты сохраняется на фоне отрицательного торгового сальдо (–1,56 млрд сум), при этом в феврале экспорт вырос на 27,7% в годовом выражении, а импорт сократился на 0,6%. Как отметил Центральный банк в пресс-релизе от 20 марта, укрепление валют основных торговых партнеров привело к тому, что реальный эффективный обменный курс сума приблизился к среднесрочному тренду, что свидетельствует о его небольшом удешевлении в реальном выражении.



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

Прогноз Центра экономических исследований и реформ (ЦЭИР) на текущий год. В 2025 году рост экономики Узбекистана обеспечат инвестиционная активность, инфраструктурные проекты и увеличение реальных доходов населения. Особый вклад внесут денежные переводы и экспорт, поддерживаемый стабильными ценами на золото и сырье. Планируется довести ВВП до \$120 млрд, инвестиции — до \$42 млрд, экспорт — до \$30 млрд. По данным ЦЭИР, основанным на анализе поисковых запросов, цен и импорта, в первом квартале ожидается рост ВВП на 6,2%, с прогнозным диапазоном 6,0–6,4%.

Заместитель премьер-министра Жамшид Ходжаев сообщил, что в феврале Узбекистан привлек инвестиции на \$3 млрд, что на 40% больше, чем годом ранее. В результате зарубежных визитов было подписано 178 соглашений на \$12 млрд, а с иностранными предпринимателями заключены контракты на \$3,8 млрд. До конца первого квартала планируется освоить \$8 млрд инвестиций, для чего активизируется сотрудничество с международными банками, инвесторами и финансовыми институтами.

В феврале золотовалютные резервы Узбекистана достигли рекордных \$44,94 млрд, увеличившись на \$2,03 млрд за месяц. Запас золота снизился на 0,57% до 34,8 млрд долларов. При этом валютные резервы страны выросли до \$9,53 млрд, а вложения Центробанка в ценные бумаги удвоились. В 2025 году регулятор продолжит диверсифицировать активы, включая покупку гособлигаций США.

Президент Узбекистана ознакомился с планами расширения сырьевой базы критически важных минералов и производства продукции с высокой добавленной стоимостью. В ближайшие три года планируется реализация 76 проектов на \$2,6 млрд, включая геологоразведку и переработку редких металлов. Рассматривается создание технопарков, лабораторий и учебных центров, а также внедрение передовых технологий для повышения чистоты сырья и конкурентоспособности отрасли.

Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев утвердил комплекс мер по расширению поддержки женской занятости и предпринимательства. В 2025 году планируется трудоустроить 2 млн женщин, обучить 250 тыс. из них профессиям и бизнесу, а еще 250 тыс. — обеспечить высшим образованием. С 1 мая в рамках программы Hamrah вводятся беззалоговые кредиты до 100 млн сумов для женщин с положительной кредитной историей, а предпринимателям-наставникам, помогающим в создании «зеленого» бизнеса и IT-проектов, предусмотрены гранты до 50 млн сумов. Торгово-промышленная палата (ТПП) запустит платформу «Тадбиркор аёллар» для поддержки бизнесвумен, а Центральный банк к августу разработает стратегию финансовых услуг для женского бизнеса. Также утвержден состав Совета деловых женщин при ТПП.

Президент Узбекистана утвердил меры поддержки женского предпринимательства, включая льготное кредитование. До конца года на эти цели направят \$200 млн, из которых \$100 млн выделит Фонд реконструкции и развития. Коммерческим банкам поручено дополнительно привлечь \$100 млн. За счет кредитов планируется

поддержать около 1,2 млн женщин в разных сферах, включая услуги, сельское хозяйство и IT. Самозанятым предоставят беззалоговые кредиты до 50 млн сумов, а при успешном возврате — до 100 млн сумов.

В Узбекистане продолжается развитие атомной энергетики. За последние пять лет производство электроэнергии выросло на 30% и достигло 81,5 млрд кВт·ч, а доля возобновляемых источников достигла 16%. К 2030 году планируется увеличить долю «зеленой» энергии до 50%, а атомная энергетика рассматривается как ключевой элемент долгосрочной стратегии. Ведется работа над проектом малой АЭС, обсуждаются детали реализации и разрабатывается «дорожная карта». Подписан совместный план действий с Международным агентством по атомной энергии (МАГАТЭ) на 2025–2027 годы, а контроль за строительством будет осуществляться по международным стандартам.

В Республике Каракалпакстан до 1 июля 2025 года упростят процесс онлайн-выделения микрокредитов для юридических лиц и введут механизмы их оперативного подтверждения. Также в рамках поддержки малого бизнеса предусмотрено кредитование на пополнение оборотных средств сроком до 3 лет по ставке 14% годовых. В рамках «Программы трансформации развивающихся ускоренными и высокими темпами субъектов предпринимательства» будет создан список «предпринимателей-чемпионов». Статус предпринимателя-«чемпиона» смогут получить компании, соответствующие следующим критериям: районный уровень — годовой оборот от 10 млрд сумов и 50+ рабочих мест; региональный уровень — от 100 млрд сумов и 500+ рабочих мест; республиканский уровень — от 1 трлн сумов и 5 000+ рабочих мест.

Президентским указом «О мерах по повышению роли малого и среднего бизнеса в экономике» (УП-50 от 19.03.2025 г.) установлены целевые показатели развития сектора на 2025 год: доля малого и среднего бизнеса в ВВП должна достигнуть 55%, в промышленности и экспорте — 34%, а в занятости населения — 75%. Также планируется укрупнение 600 субъектов до уровня «предпринимателей-чемпионов» и увеличение числа предприятий с более чем 100 работниками до 4 тысяч. С 1 мая 2025 года отменяется госпошлина за регистрацию самозанятых в качестве ИП или юрлица, а укрупненные субъекты смогут получать беззалоговые кредиты до 50 млн сумов (в рамках Программы развития семейного предпринимательства) и до 150 млн сумов (в рамках Комплексной программы поддержки малого бизнеса). Для среднего и крупного бизнеса возмещение НДС ускоряется до 7 дней.

Президент Узбекистана утвердил постановление о развитии сферы услуг, направленное на увеличение ее объема на 15% и создание 52,2 тыс. объектов обслуживания в 2025 году. Для поддержки предпринимателей выделят 67,4 трлн сумов кредитов, включая 4,5 трлн сумов на лизинг. В регионах будет реализовано 652 инфраструктурных проекта, включая зоны отдыха, парки и торгово-развлекательные улицы. Продлена ставка социального налога в 1% до 2028 года. С июля часть госуслуг передадут частному сектору, а налоговые проверки станут поэтапными: сначала предупреждение, затем возможная выездная проверка.

Внешний фон

Премьер-министр Грузии Ираклий Кобахидзе обсудил с руководством Узбекистана укрепление сотрудничества в торговле, инвестициях, транспорте и туризме. Взаимный товарооборот уже вырос на 50%, но стороны нацелены довести его до \$1 млрд, расширяя экспорт текстиля, металлов, электроники и стройматериалов. Также планируется усилить кооперацию в цифровизации, образовании и аграрном секторе, а свободная торговля должна стать ключевым инструментом для достижения этих целей.

Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев и Президент Франции Эммануэль Макрон провели переговоры в Елисейском дворце, обсудив расширение многопланового сотрудничества. Лидеры отметили рост товарооборота (1 млрд евро в 2024 году) и активное взаимодействие бизнеса, включая совместные проекты с EDF, Total, SUEZ и другими компаниями. К саммиту была подготовлена Программа инновационного и промышленного партнерства на 6,5 млрд евро, а общий портфель проектов превысил 12 млрд евро. Также были достигнуты договоренности об открытии Узбекско-Французского университета и расширении культурных и туристических связей.

Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев утвердил Соглашение о стратегическом партнерстве в сфере развития и экспорта «зеленой» энергии, подписанное в ноябре 2024 года с Казахстаном и Азербайджаном. В рамках проекта планируется строительство энергетического коридора, включая прокладку глубоководного кабеля по дну Каспийского моря для поставок электроэнергии в Европу. Министерство энергетики назначено ответственным за реализацию соглашения, а для организации экспорта будет создано совместное предприятие в Баку. Ожидается, что проект создаст тысячи рабочих мест, укрепит энергетическую инфраструктуру и расширит технологическое сотрудничество.

В ходе визита президента Узбекистана Шавката Мирзиёева во Францию АКБ «Узпромстройбанк» подписал соглашения с ведущими финансовыми институтами страны. В частности, с банком Societe Generale заключено соглашение на €150 млн для

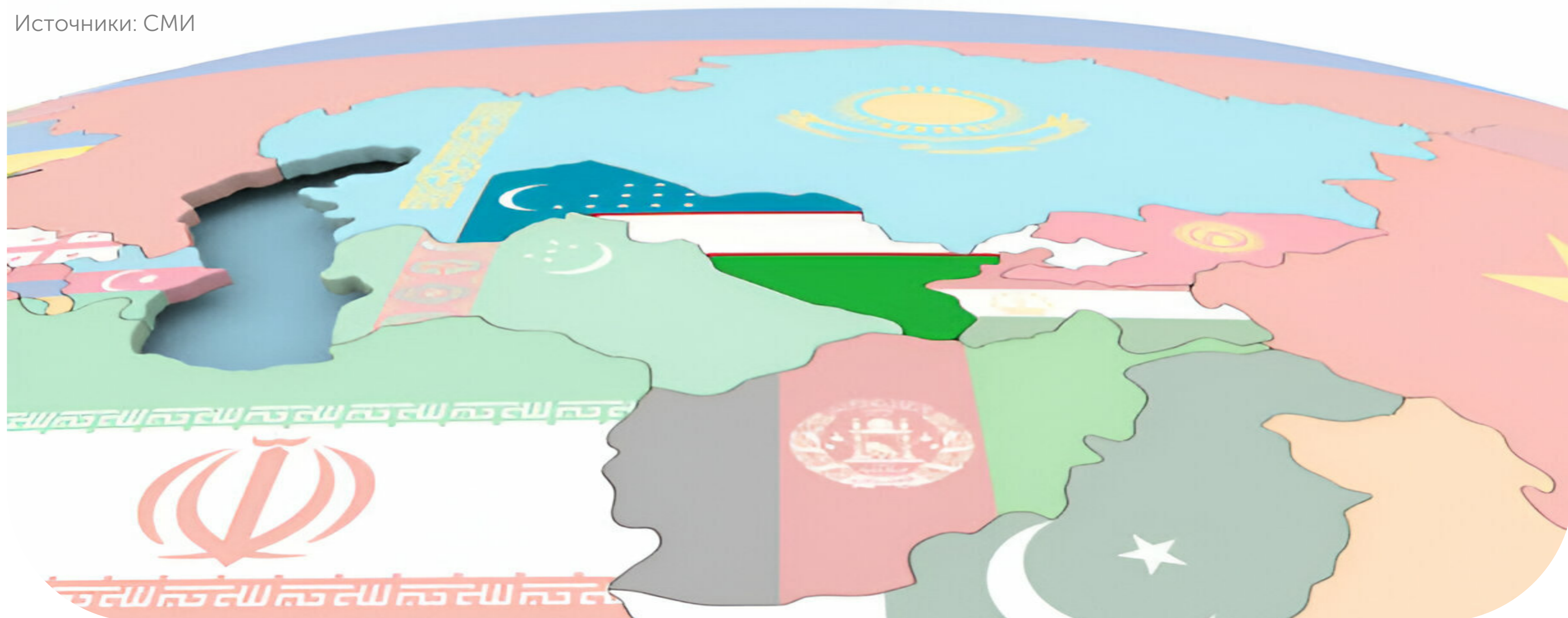
финансирования проектов. Также подписано соглашение с Oddo BHF на \$70 млн на 2025–2027 годы, охватывающее торговое финансирование, инвестиционные проекты и казначейские операции. Дополнительно стороны договорились о сотрудничестве в сфере устойчивой экономики, долговых ценных бумаг и кадрового обмена.

С 25 февраля между Узбекистаном и Туркменистаном начал действовать режим свободной торговли, что привело к отмене таможенных пошлин на большинство товаров. Это решение, принятое в рамках межправительственного соглашения, упрощает торговые процедуры и стимулирует промышленную кооперацию. В частности, Туркменистан отменил пошлины на цемент, текстиль, мебель, стекло, пластиковые изделия и ряд пищевых товаров. Министерство инвестиций, промышленности и торговли прогнозирует рост товарооборота и расширение инвестиционного сотрудничества между странами.

Сенат Узбекистана одобрил закон о присоединении страны к Евразийскому банку развития, что создаст правовые основы для полноценного участия в его деятельности. Членство в банке обеспечит доступ к долгосрочным инвестиционным ресурсам, расширит возможности финансирования стратегических проектов в инфраструктуре, промышленности и энергетике, а также укрепит торгово-экономическое сотрудничество с государствами-участниками, содействуя углублению интеграционных процессов в регионе.

Международная исламская торгово-финансовая корпорация (ITFC) выделит «Трастбанку» \$20 млн для поддержки внешнеторговых сделок малого и среднего бизнеса. Средства также будут направлены на финансирование экологически устойчивых проектов, инициатив в сфере продовольственной безопасности и бизнеса, возглавляемого женщинами. С 2024 года ITFC уже предоставила банку три кредитные линии в рамках соглашения на \$600 млн. В целом, за последние пять лет корпорация направила \$168 млн на развитие частного сектора Узбекистана. ITFC входит в состав Исламского банка развития и занимается финансированием торговли и предпринимательства в странах исламского мира.

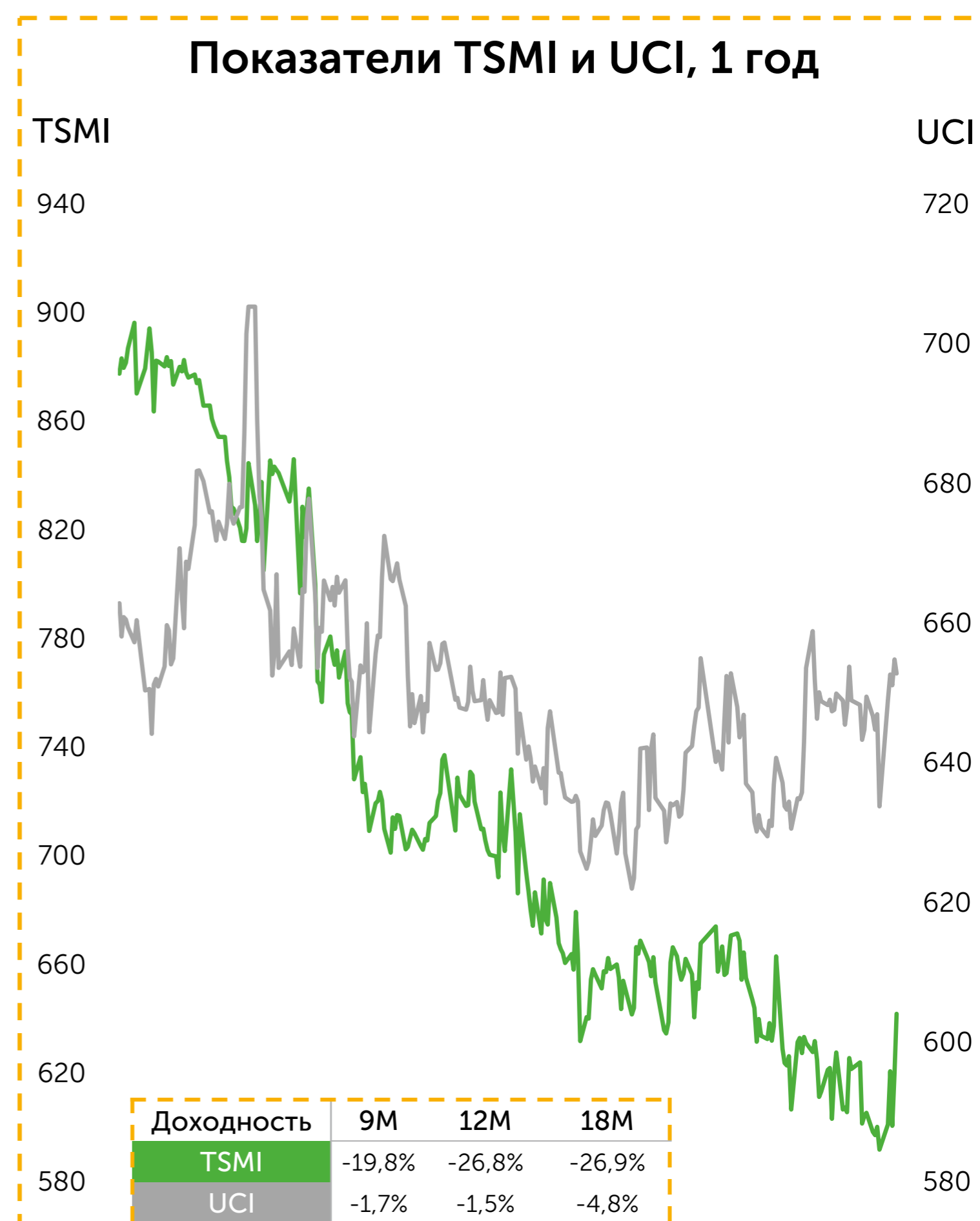
Источники: СМИ



Рынок акций

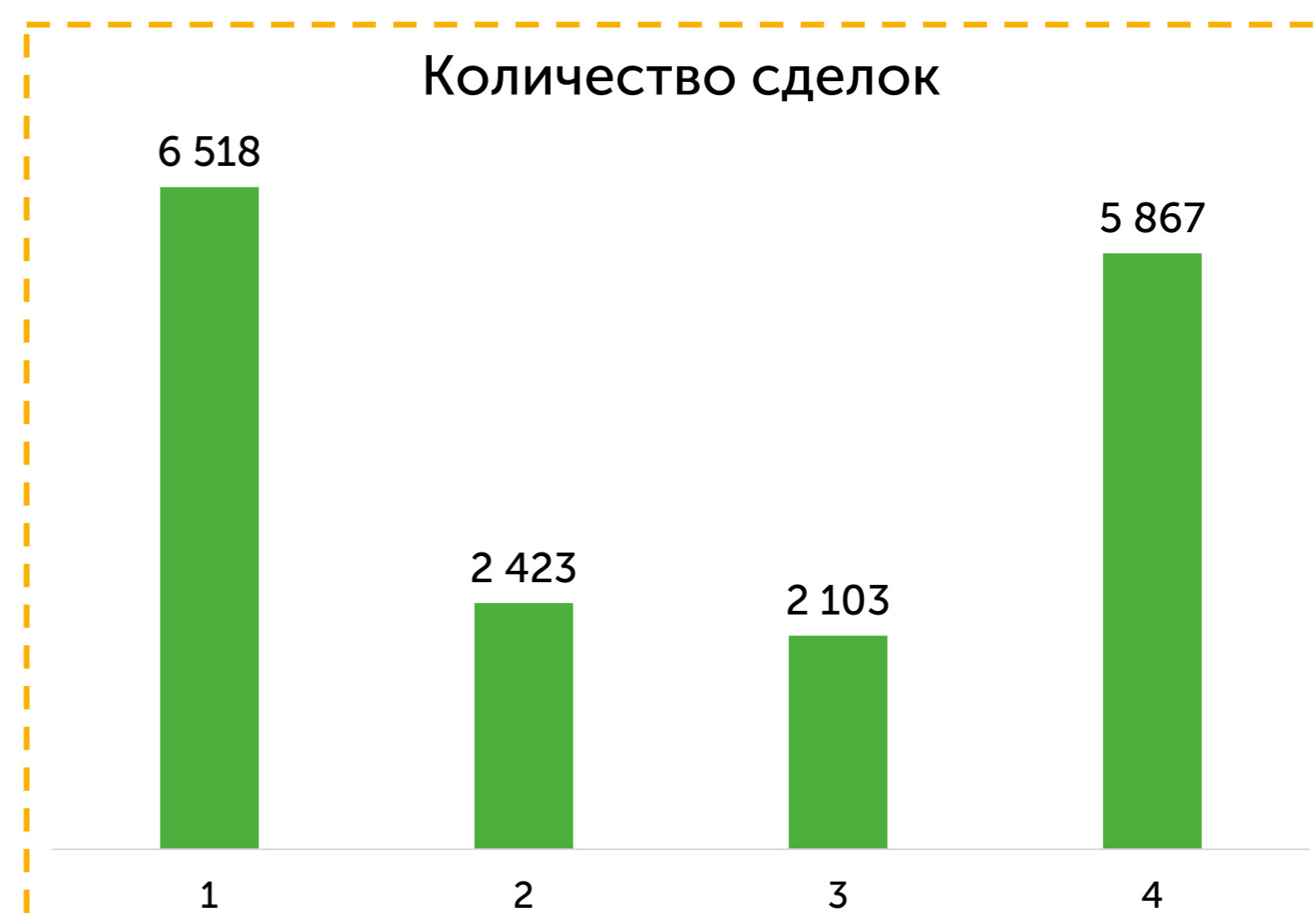
Наш индекс Tashkent Stock Market Index (TSMI) включает **11** акций эмитентов, отобранных на основе установленных критериев ликвидности. В свою очередь, **Uzbekistan Composite Index (UCI)** — это основной индекс Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (UZSE), который **охватывает 92 акций эмитентов**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

В первом квартале 2025 года индекс TSMI демонстрировал волатильность с выраженным нисходящим трендом. Начав период на уровне 674,40 пунктов, индекс постепенно снижался, достигнув исторического минимума - 592,21 пункта - и завершил I квартал на отметке **642,26 пункта**. Ключевые уровни поддержки (620–630 пунктов) неоднократно тестировались, однако финальный отскок в конце марта не компенсировал общее снижение (~4,77% за квартал). В тоже время индекс UCI зафиксировал рост на **1,98%**, достигнув локального максимума в 659 пунктов и закрыв квартал на уровне **652,93 пункта**. По итогам первого квартала 2025 года совокупный объем торгов по компонентам индекса UCI составил **1 506 млрд сум**, из которых 0,93% пришлось на бумаги, входящие в состав индекс TSMI.



Статистика по бумагам в покрытии

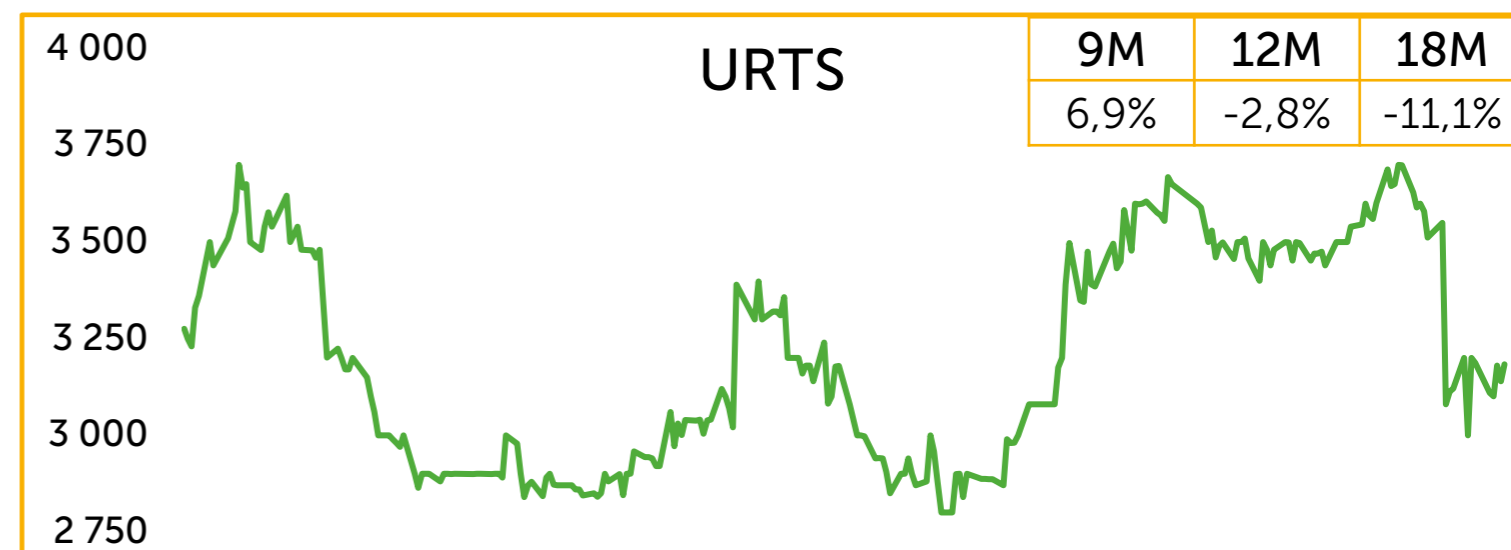
Тикер	28.02.2025	28.03.2025	изм. %	YTD	Объем, млн сум
TSMI Index	627,99	642,26	2,27%	-3,88%	4 232,6
QZSM	1 410,00	1 365,99	-3,12%	-8,93%	32,5
URTS	3 699,00	3 184,00	-13,92%	-12,77%	1 526,5
UZTL	4 205,00	5 009,00	19,12%	23,68%	539,7
HMKB	24,60	23,00	-6,50%	-5,70%	194,3
IPKY	99,99	110,97	10,98%	-13,30%	76,6
UZMK	4 270,00	4 143,00	-2,97%	-3,65%	135,8
UZMT	68 501,01	68 999,90	0,73%	-4,83%	9,7
CBSK	2,31	2,50	8,23%	27,55%	482,6
UNVB	8 002,00	8 885,00	11,03%	-0,17%	1 208,5
TRSB	8 050,00	8 399,99	4,35%	5,00%	19,6
IPTB	1,14	1,13	-0,88%	-5,04%	6,6



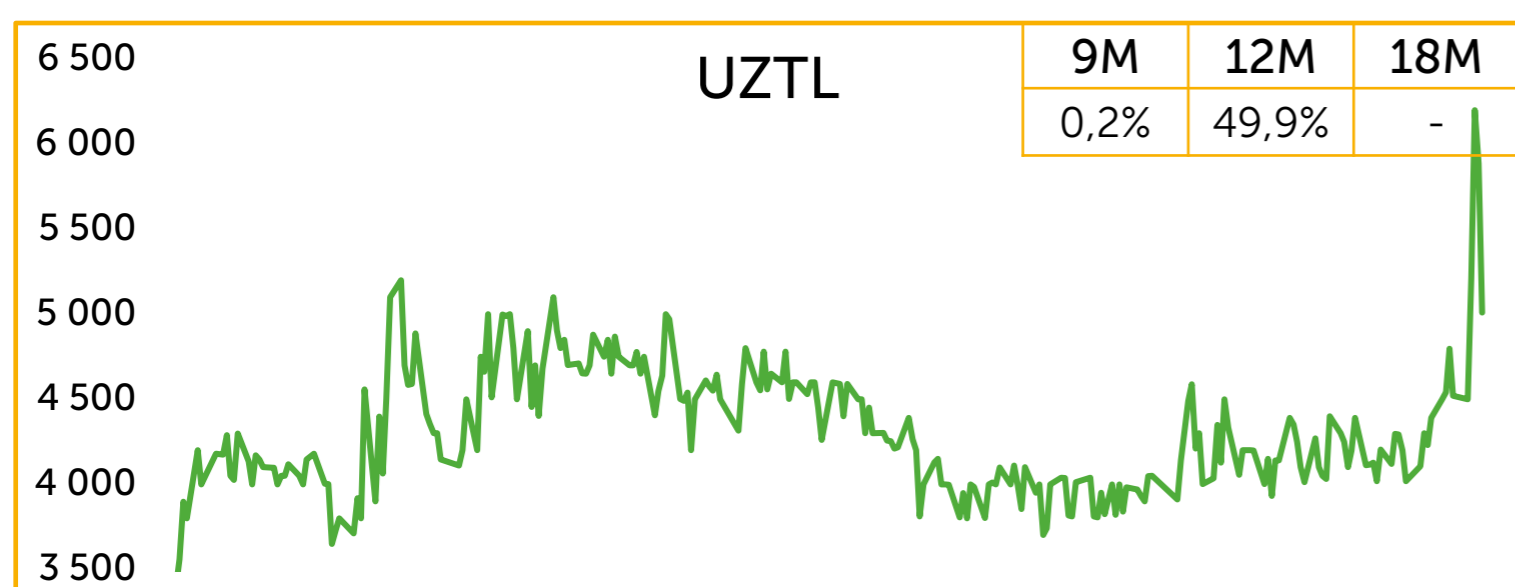
Изменение по бумагам в покрытии



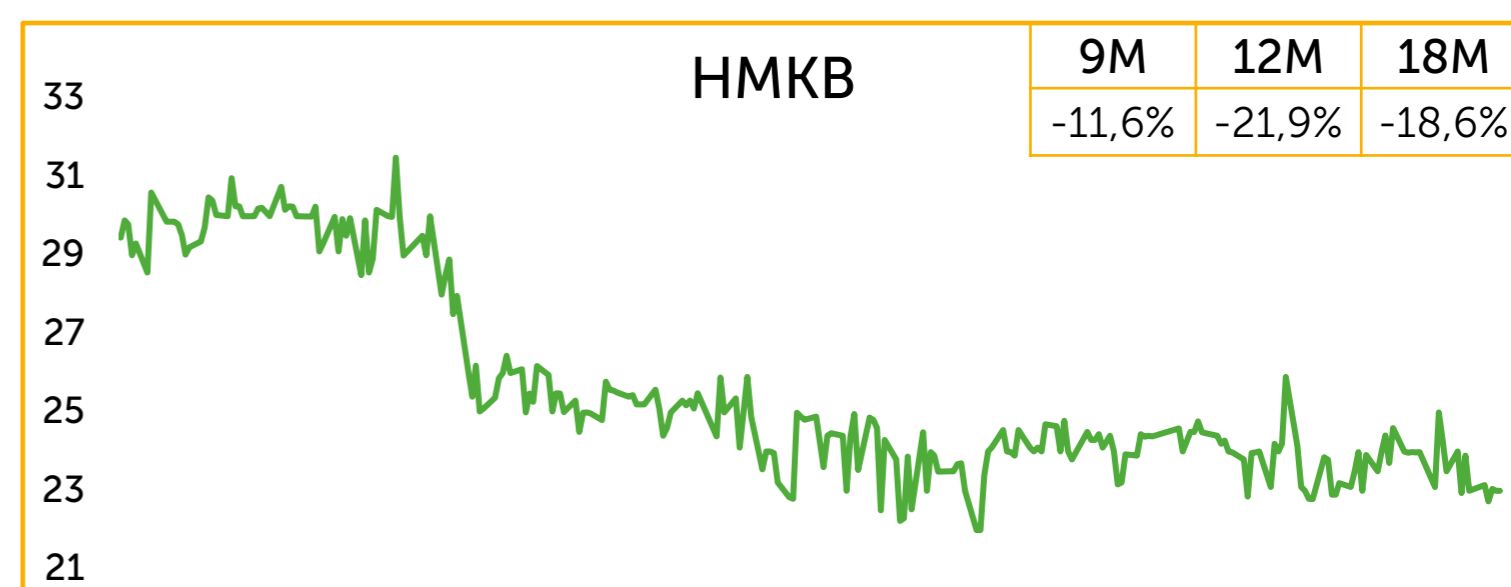
В марте 2025 года капитализация **Кизилкумцемента (QZSM)** уменьшилась на 3,12%. При этом спад с 1 января составляет 8,93%, что также обусловлено слабыми финансовыми результатами за 2024 год. 5 февраля 2025 года бумаги QZSM зафиксировали минимум с 2 ноября 2018 года - 1 289,99 сум. В первом квартале 2025 года котировки колебались в основном в диапазоне 1 300 – 1 400 сум, к концу периода цена акции установилась на уровне 1 365,99 сум.



С начала 2025 года акции **Товарно-сырьевой биржи (URTS)** претерпели снижение на 12,77%, достигнув уровня 3 184 пунктов. В марте котировки отличались высокой волатильностью — это было связано с включением акций в реестр для получения дивидендов за 2024 год, а также ожиданиями итогов годового общего собрания акционеров. На фоне этих событий цена акций сначала опустилась до 3 080 сум, а затем — до 3 000 сум. По итогам собрания было принято решение о выплате дивидендов в размере 382 сум на одну акцию. За март с ценными бумагами URTS было заключено сделок на общую сумму 1,52 млрд сум, что составило 36,07% от общего объема торгов в индексе.



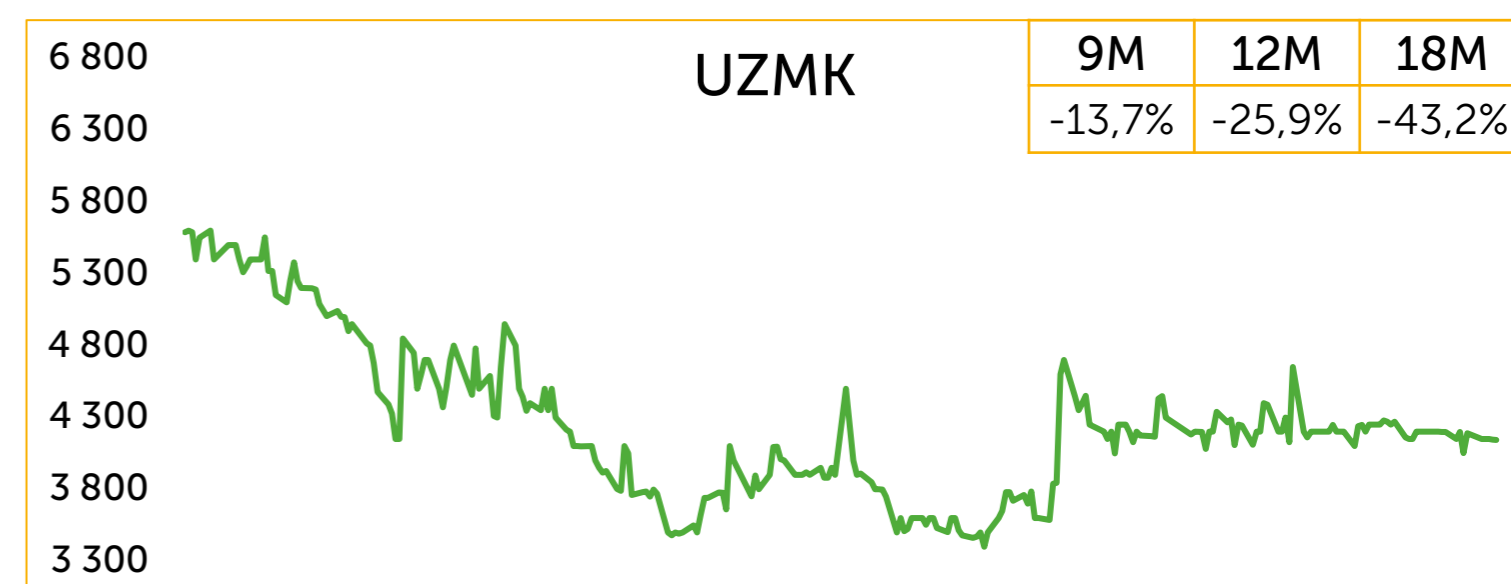
Цена одной акции **Узбектелекома (UZTL)** увеличилась на 959 сум или на 23,68% за I квартал 2025 года. Котировки стабильно торговались выше 4 000 - 5 000 сум, кроме 1 января (3 911) и 29 января (3 931). Во вторую половину марта котировки показывали восходящий тренд с несколькими откатами. В том числе по акциям эмитента была достигнута локальный максимум с начала 2024 года — 6 200 сум за акцию. Рост был зафиксирован без каких — либо фундаментальных триггеров.



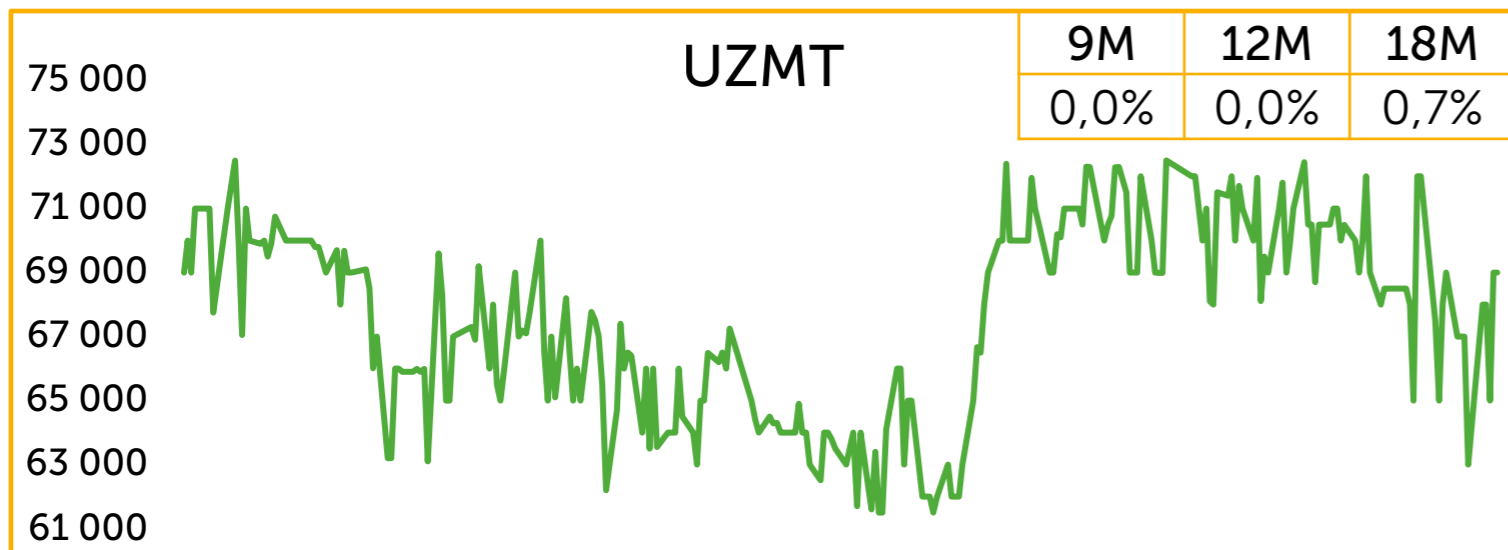
В красной зоне также оказались бумаги **Хамкорбанка (НМКВ)**, которые снизились на 6,50% в марте и на 5,70% с начала года. Акции НМКВ демонстрировали высокую волатильность, колеблясь в диапазоне 22,73–25,90 сум, с резкими скачками (например, с 23,10 до 25,00) и частыми откатами, но без четкого тренда. Локальный максимум был зафиксирован на отметке 25,90 сум, минимум — 22,73 сум, при этом последние дни торги проходили в диапазоне 23,00–24,00 сум, что указывало на боковое движение с риском снижения при прорыве поддержки 22,73 сум или роста при преодолении 25,90 сум.



Несмотря на рост (+10,98%) акций **Ипак Йули банка (IPKY)** в марте, бумаги продемонстрировали снижение на 13,30% с начала 2025 года. С 3 января по 19 февраля динамика двигалась в пределах 108 – 131 сум, а на следующий день была зафиксирована цена за одну акцию на уровне 90 сум. 21 февраля ценные бумаги эмитента показали минимум на отметке 80 пунктов — в последний раз на этом уровне котировки находились 10 января 2024 года. На последний день первого квартала стоимость одной бумаги резко выросла на 16,97 сум, достигнув 110,97 сум.



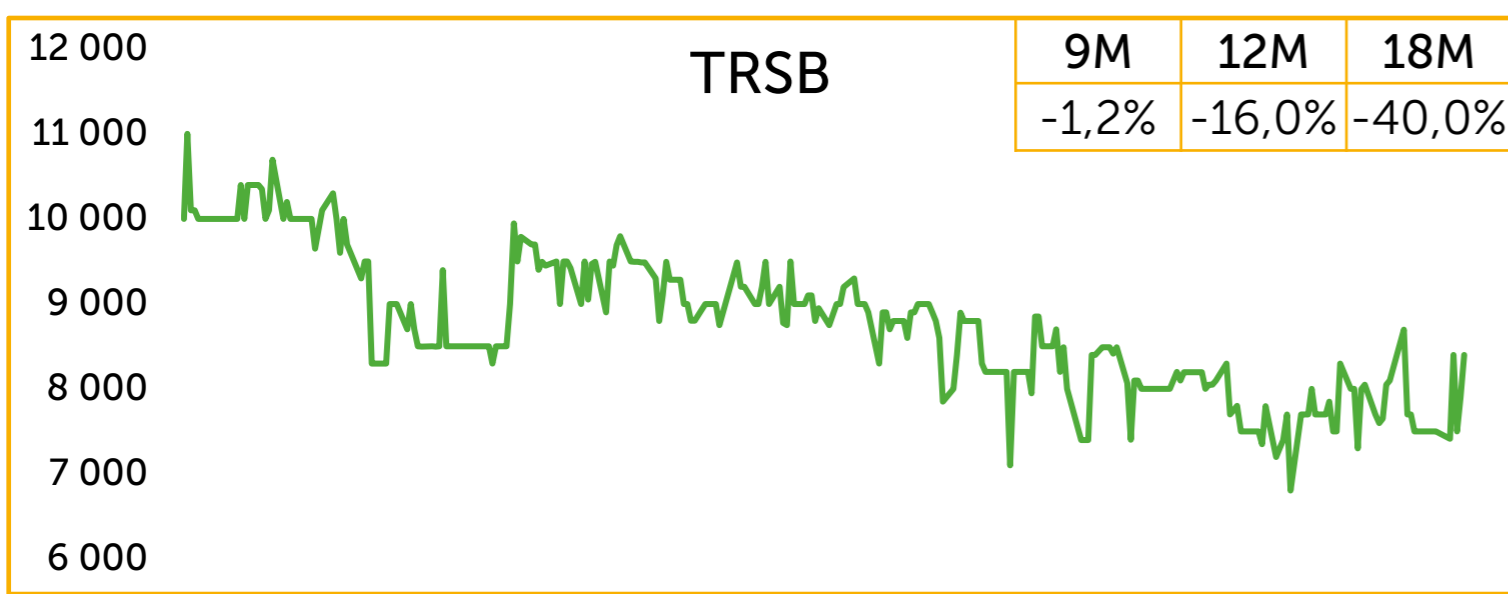
В первом квартале 2025 года **Узметкомбинат (UZMK)** опубликовал финансовые результаты за 2024 год, которые свидетельствуют о замедлении выручки. Кроме того, международное агентство Fitch Ratings понизило долгосрочный кредитный рейтинг комбината с «ВВ-» до «В+». В качестве основных причин агентство указало на задержку запуска ЛПК и высокую долговую нагрузку компании. Несмотря на эти факторы, это не оказало существенного влияния на рыночную динамику акций UZMK. С бумагами эмитента торговались в диапазоне 4 051 – 4 400 сум с одним скачком до 4 650 сум. К концу квартала котировки снизились до 4 143 сум за акцию (-3,65%).



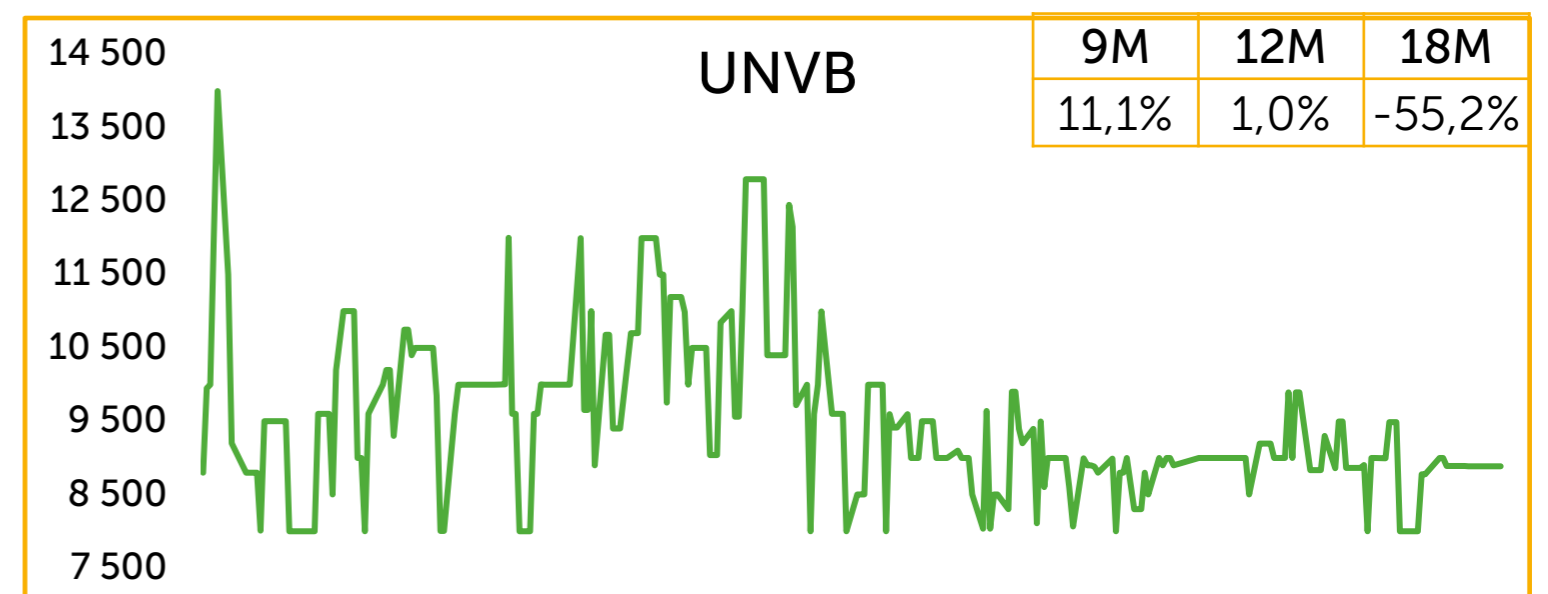
С начала 2025 года по акциям **Узавтомоторса (UZMT)** наблюдалось снижение на 3,65%, однако в марте текущего года бумаги показали рост на 0,73% до 68 999,90 сум. Акции лидера автопрома демонстрировали высокую волатильность, начиная с уровня 72 000 сум, затем снижаясь до 70 000 сум и ниже, после чего последовали резкие колебания в диапазоне 68 000 – 72 439,99 сум с несколькими значительными просадками (до 65 000,00) и восстановлениями. В целом тренд оставался разнонаправленным без четкой устойчивой тенденции к росту или падению.



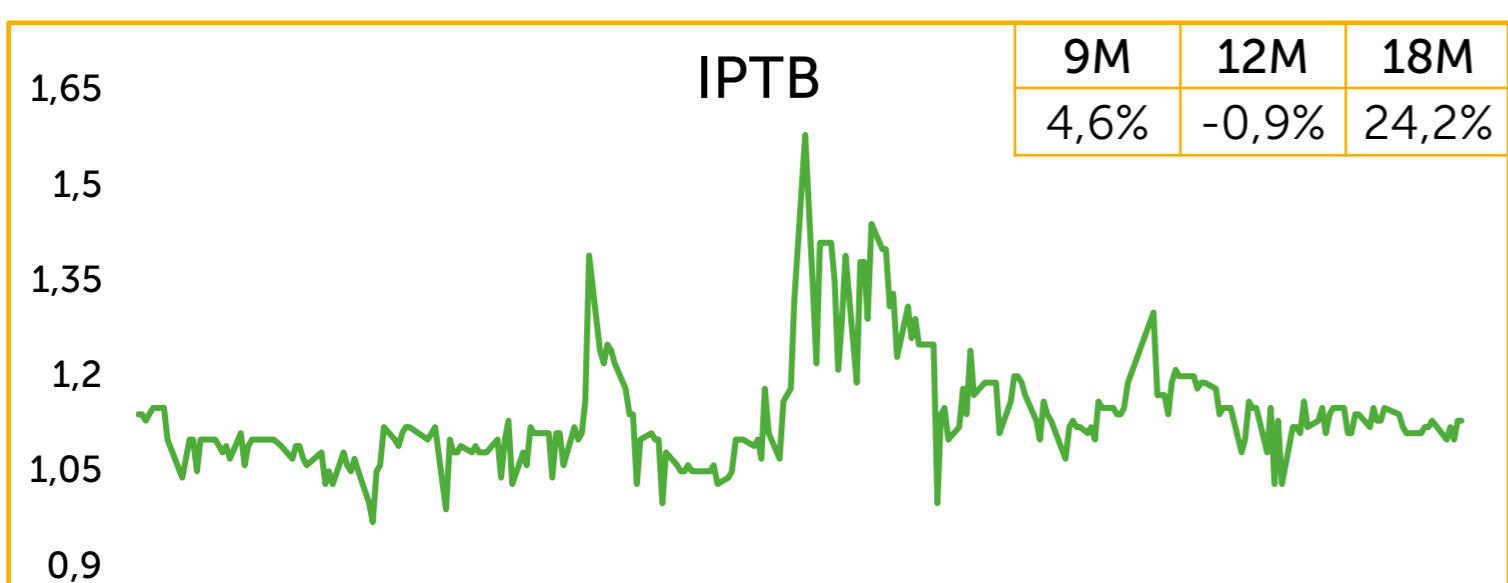
Акции **Торгового комплекса Чиланзар (CBSK)** вошли в число наиболее ликвидных активов по итогам первого квартала 2025 года, показав прирост на 27,55% с начала года. Торги начались в узком диапазоне 1,99–2,03 сум, что свидетельствовало о низкой волатильности. Затем бумаги постепенно ускорили рост, достигнув 2,14 сум, после чего последовал резкий скачок до 2,25 сум и кратковременный откат. Далее на рынке наблюдался сильный импульс, который поднял цену до 2,60 сум. После этого котировки стабилизировались в районе 2,50 сум, что указывало на формирование устойчивого восходящего тренда с ускорением в заключительной фазе.



Бумаги **Трастбанка (TRSB)** выросли на 4,35% до 8 399,99 сум за месяц и на 5,00% с начала года. Акции TRSB находились в нисходящем тренде с высокой волатильностью. Инвесторы торговали бумагами TRSB в пределах 6 805 – 8 699 сум, в результате цена закрытия установилась на уровне 8 399,99 сум на конец периода.



В марте 2025 года капитализация **Универсалбанка (UNVB)** выросла на 11,03%, однако стоимость акций снизилась на 0,17% с начала года. Акции UNVB торговались в широком диапазоне 8000–9900 сум с высокой волатильностью и отсутствием устойчивого тренда. Частые скачки (до 9893 сум) и просадки (до 8000 сум) быстро корректировались, а уровни выше 9000 сум оказывались сильным сопротивлением. Инвесторами были совершены сделки с бумагами UNVB на общую сумму в 1,20 млрд сум, что составило 28,55% из общего объема индекса.



Капитализация **Ипотека банка (ИПТВ)** снизилась на 0,88% в марте 2025 года. В начале первого квартала 2025 года цена акции ИПТВ снизилась с 1,30 до 1,17 сум, затем колебалась в диапазоне 1,10–1,20 сум с кратковременными попытками роста до 1,21 сум. Позже наблюдались резкие просадки до 1,03 сум и последующее восстановление к 1,12–1,15 сум, однако устойчивый восходящий тренд не сформировался.



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	3 184,00	4 700,00	47,6%	Покупать
SQBN	АКБ "Узпромстройбанк"	Финансовые услуги	9,43	12,71	34,8%	Покупать
НМКВ	АКБ "Хамкорбанк"	Финансовые услуги	23,00	37,70	63,9%	Покупать
UZMK	АО "Узметкомбинат"	Металлургия	4 143,00	7 300,00	76,2%	Покупать
UZMT	АО "Узавтомоторс"	Автомобилестроение	68 999,90	99 700,00	44,5%	Покупать
UZTL	АК "Узбектелеком"	Телекоммуникации	5 009,00	7 400,00	47,7%	Покупать
ВЮК	АО "Биокимё"	Химическая промышленность	20 202,02	30 979,00	53,3%	Покупать
ИРТВ	АКИБ "Ипотека-банк"	Финансовые услуги	1,13	1,27	12,4%	Держать
ТРСВ	ЧАБ "Трастбанк"	Финансовые услуги	8 399,99	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
УНВВ	АКБ "Универсалбанк"	Финансовые услуги	8 885,00	4 186,00	-	Фиксировать прибыль

*во время сезона отчетности целевые цены могут измениться



Рынок облигаций

Листинг

Компания	ООО "Agat Credit mikromoliya tashkiloti"
Код ценной бумаги	UZ6058977AA8
Тикер	АСМТ1В
Годовая доходность	29%
Выплата купона	Ежемесячно
Дата размещения	02.04.2025
Дата погашения	02.04.2026
Дней до погашения	365
Обеспечение	Отсутствует
Рейтинг	uzA+

Микрофинансовая организация ООО «AGAT CREDIT» работает на рынке микрофинансовых услуг на основании Лицензии Центрального банка Республики Узбекистан №53 от 15 декабря 2018 года. Компания имеет более 100 сотрудников, 4 000 активных клиентов и 22 филиалов в 6 областях республики, ориентируясь на финансирование оборотных средств микро и малых предприятий.

Приоритетной миссией компании является содействие финансовой инклюзивности и экономическому росту Узбекистана. Целевым клиентом компании является индивидуальный предприниматель, нуждающийся в краткосрочном финансировании своего проекта.

Данный выпуск для компании AGAT CREDIT является дебютным выпуском на фондовом рынке Узбекистана. Компания планирует направить привлеченные средства на финансирование оборотного капитала, что позволит компании расширить объемы кредитования и повысить доступность финансовых услуг для клиентов. Также, AGAT CREDIT намерена привлечь 200 млрд сум и увеличить кредитный портфель до 300 млрд сум до конца 2025 года.

В марте 2025 года на РФБ «Тошкент» также были размещены **два выпуска облигаций** посредством открытой подписки:

Публичные размещения:

ИП ООО «Makesense» (с учетом пересмотра)

Объем размещения — 300 млрд сум

Номинальная стоимость — 500 млн сум

Количество облигаций — 600

Купонная ставка — 25%

Срок обращения — 2 года

ООО «Delta mikromoliya tashkiloti»

Объем размещения — 10 млрд сум

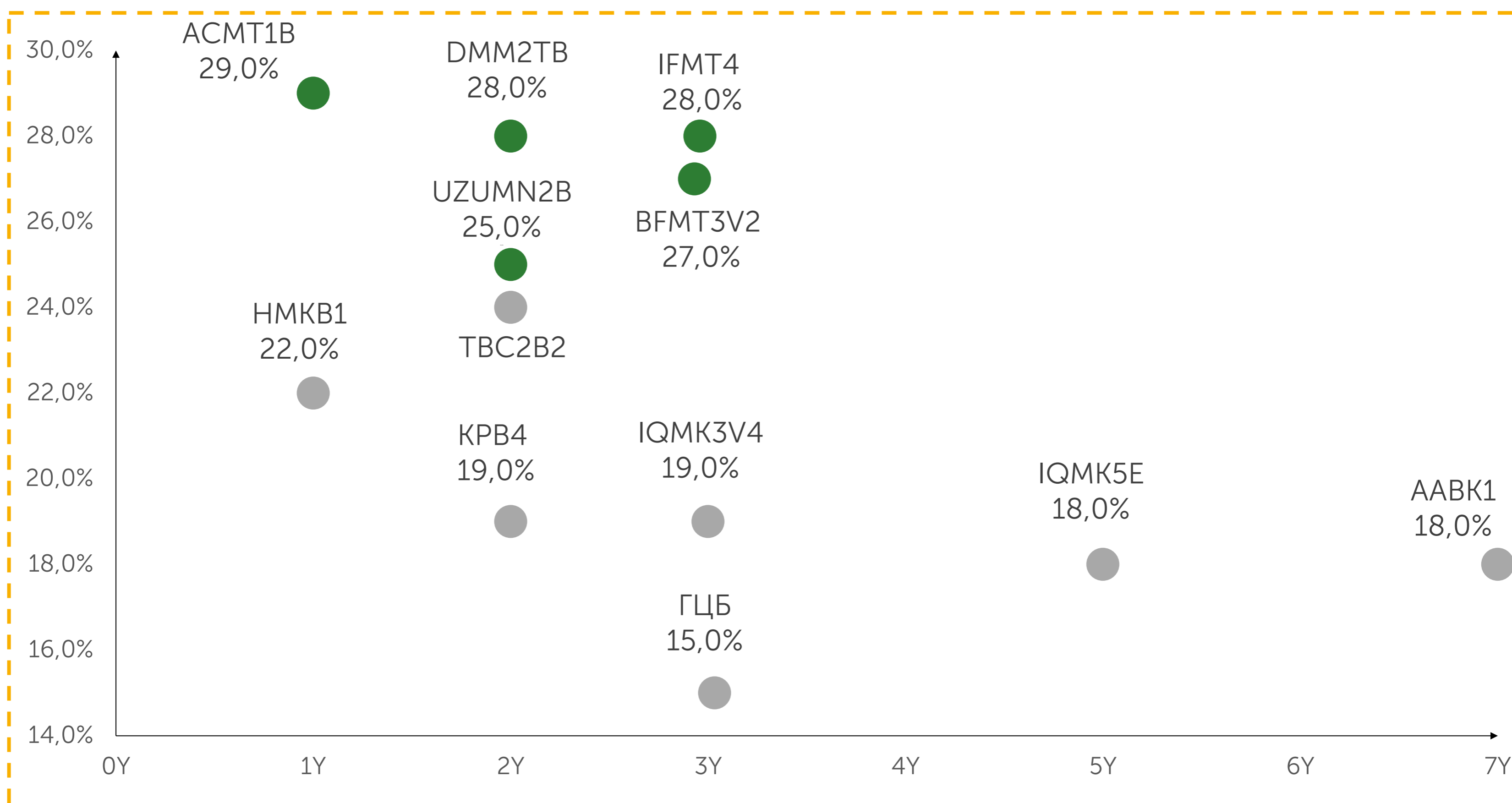
Номинальная стоимость — 1 млн сум

Количество облигаций — 10 000

Купонная ставка — 28%

Срок обращения — 2 года

Купонные ставки на рынке, % годовых



Национальное агентство перспективных проектов (НАПП) утвердило новую редакцию положения об андеррайтинге, расширив круг участников за счет особого правового режима («песочницы») и обновив требования к инвестиционному меморандуму. Теперь акцент сделан на стратегию, управление, рыночный анализ и финансовые показатели эмитента, исключены тактические шаги. Документ также устанавливает правила заключения андеррайтинговых договоров и надзора за временными объединениями андеррайтеров.

Национальное агентство перспективных проектов (НАПП) утвердило Положение о дистанционном участии и голосовании на собраниях органов управления хозяйственных обществ (рег. № 3613 от 24.03.2025), что позволит акционерам и коллегиальным органам принимать решения онлайн через защищенные цифровые платформы. Документ устанавливает требования к идентификации участников, техническим характеристикам систем и прозрачности голосования, обеспечивая гибкость, снижение затрат и доступность для участников из любой точки мира.

Министерство юстиции Узбекистана зарегистрировало приказ о внесении изменений в правила эмиссии ценных бумаг, направленный на развитие рынка капитала. Главное нововведение — внедрение механизма серийных облигаций в рамках облигационной программы. Это позволит эмитентам выпускать облигации поэтапно, снижая затраты и повышая гибкость привлечения финансирования. Также расширяются возможности рефинансирования и перечень обеспечения ценных бумаг.

Узметкомбинат опубликовал финансовую отчетность за 2024 год. Совокупные активы компании выросли на 4,37%, достигнув 12,77 трлн сум, в то время как краткосрочные обязательства увеличились на 79,94%, составив 2,39 трлн сум. При этом долгосрочные обязательства сократились с 3,54 трлн сум до 3,04 трлн сум. Выручка компании сократилась на 10,31%, составив 7,44 трлн сум, что повлекло за собой снижение валовой прибыли на 4,82% — до 1,39 трлн сум. Тем не менее, операционная прибыль увеличилась на 10,35%, достигнув 737,94 млрд сум. Чистая прибыль за 2024 год составила 348,07 млрд сум, что на 32,24% ниже уровня 2023 года. Ключевым фактором снижения стало увеличение расходов на финансовую деятельность на 23,08% — до 714,88 млрд сум, при этом процентные расходы выросли на 86,21%.

Fitch Ratings понизило долгосрочный кредитный рейтинг Узбекского металлургического комбината с «BB-» до «B+», отметив задержку запуска нового литейно-прокатного комплекса и высокую долговую нагрузку. Проект стоимостью €775 млн готов на 90% и планируется к вводу в середине года. Его запуск удвоит производство стали до 2,1 млн тонн в год и позволит снизить объем импортируемой продукции. Однако Fitch указывает на риски, связанные с зависимостью Узметкомбината от импорта сырья и отменой монополии на металлолом. Улучшение рейтинга возможно при снижении долговой нагрузки и росте ликвидности.

Финансовый отчет Капиталбанка за 2024 год: компания укрепила позиции на депозитном рынке — вклады физических лиц выросли на 37,2% до рекордных 21,38 трлн сумов (\$1,66 млрд), а кредитный портфель увеличился на 6,3%, достигнув 31,62 трлн сумов (\$2,45 млрд), при этом доля проблемных кредитов составила 4,5%, что ниже среднего уровня по банковскому сектору. Чистая прибыль банка выросла на 8% до 1,81 трлн сумов (\$142,9 млн), а совокупные активы — на 13,4% до 47,07 трлн сумов (\$3,64 млрд), подтверждая его устойчивость и доверие клиентов.

Навоийуран в 2024 году удвоил чистую прибыль до 5,31

трлн сумов, а выручка выросла на 92,7%, достигнув 11,6 трлн сумов. Компания увеличила свои расходы в 2,6 раза, в основном за счет увеличения прочих операционных затрат (в 3,3 раза). В январе компания сообщила об удвоении объемов выпуска, а по итогам 2023 года увеличила производство уранового концентрата на 11%.

Paynet: итоги 2024 года. В 2024 году Paynet обработала транзакции на 96 трлн сумов, что вдвое превышает показатель 2023 года. Выручка компании выросла на 53% — до 1,1 трлн сумов, а чистая прибыль увеличилась на 87%, достигнув 282 млрд сумов. Количество активных пользователей мобильного приложения Paynet достигло 2,6 млн, а среднее ежемесячное число платящих пользователей превысило 23 млн. Компания инвестировала в новые платежные решения (P2P-переводы, QR- и бесконтактные платежи), расширение партнерской сети и обновление мобильного приложения. В 2025 году Paynet планирует углублять цифровизацию сервисов, привлекать малый бизнес к цифровым платежам и расширять линейку продуктов. Кроме того, Paynet выпустила акции на общую сумму 547,62 млрд сум с номинальной стоимостью 500 сум. Ценные бумаги были размещены по закрытой подписке.

Комитет по развитию конкуренции официально признал ООО "UZUM MARKET" оператором цифровой платформы с доминирующим положением на рынке маркетплейсов. Решение принято в соответствии с Положением, утвержденным Постановлением Кабинета Министров №256 от 1 мая 2024 года, которое регламентирует критерии признания доминирования и переговорного преимущества операторов цифровых платформ.

Национальная экосистема Uzum зарегистрировала первый выпуск облигаций на 300 млрд сумов. Эмитентом выступило ИП ООО «Makesense», входящая в состав Uzum. Размещение прошло на РФБ «Тошкент» со ставкой 25% годовых и сроком обращения 2 года. Количество облигации составляет 600 штук с номинальной стоимостью — 500 млн сум. Привлеченные средства будут направлены на развитие финтех-направления Uzum.

В 2024 году Узбекская республиканская валютная биржа (УзРВБ) достигла рекордного объема торгов — 1 197,79 трлн сумов (+19,84% к 2023 году). Ключевые изменения на УзРВБ — на рынке РЕПО внедрен механизм двустороннего аукциона, расширены торговые сессии и введены «слепые» аукционы. На валютном рынке появились новые валютные пары в режиме T+0 и T+1, обеспечивая оперативные расчеты. Впервые запущены фьючерсные контракты на курс USD/UZS, снижены требования к маржинальному обеспечению. Биржа продолжает модернизацию, внедряя передовые инструменты и международные практики, что делает рынок более прозрачным, гибким и конкурентоспособным.

Uzbekistan Airports планирует разместить дебютные евробонды на \$100 млн до конца 2025 года. В марте компания заключила контракт с рейтинговым агентством, а получение кредитного рейтинга ожидается к маю. Привлеченные средства направят на реконструкцию аэропортов, включая новый грузовой терминал в Ташкенте. Также Uzbekistan Airways планирует выйти на международные финансовые рынки и провести IPO, для чего создан трансформационный офис. Президент поручил авиакомпании перейти на МСФО и контролировать ценообразование на билеты. В феврале их стоимость в Узбекистане выросла на 22,4%, а за год — на 23,2%. В рамках стратегии привлечения \$400 млн в транспортную сферу Uzbekistan Airways рассчитывает в ближайшие месяцы заключить кредитное соглашение с Deutsche Bank.

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.