

# АО «УзРТСБ»

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# BUY

 Тикер на UZSE: **URTS**

 Последняя цена: **3 100 UZS**

 Целевая цена: **4 311 UZS**

 Потенциал роста: **39,06%**

**АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа» (УзРТСБ)** – крупнейшая биржа Центральной Азии, демонстрирующая динамичный рост как биржевых торгов, так и финансовых показателей в течение последних 7 лет. УзРТСБ играет значительную роль в обеспечении равноправного доступа национальных и зарубежных компаний к высоколиквидным товарам, производимым в Узбекистане. Компания широко признана участниками фондового рынка благодаря своей надежной и стабильной дивидендной политике, которая успешно поддерживается на протяжении последних 16 лет.

### (+) Рост капитализации и ликвидность

В 2024 году АО «УзРТСБ» укрепило свои позиции на фондовом рынке, успешно проведя SPO в рамках «Народного IPO» (размещена государственная доля в размере 4,44% акций) и увеличив уставный капитал в 5 раз – до 236 млрд сум за счет капитализации прибыли. Это привело к росту количества акций до 374 млн, увеличив их ликвидность. Скорректированная цена после дробления составила ~3 080 сум/акцию. На конец года цена одной бумаги зафиксировалась на уровне 3 650 сум, продемонстрировав рост на 18,51% после проведения капитализации в соотношении 1:4. Таким образом, реализация госпрограммы и выполнение постановления Кабмина №570 стали стратегической поддержкой биржи, что создало позитивный сигнал для инвесторов.

### (+) Выход на новые ниши

УзРТСБ расширила торговые возможности, запустив специализированные секции: «UZEX Agro» - платформа, которая обеспечивает открытую рыночную торговлю сельскохозяйственной продукцией по принципу свободного ценообразования и «domain.uzex.uz» - платформа, которая предлагает возможность приобретения доменных имён в зоне «.uz» через онлайн-аукцион.

Параллельно в 2024 году биржа запустила механизм «двухстороннего встречного аукциона», который позволяет покупателям и продавцам находить равновесную рыночную цену через конкурентное взаимодействие спроса и предложения.

### (+) Уверенный рост объема биржевых торгов

За последние 6 лет компания показала впечатляющий рост: торговый оборот вырос на 381% – с 43 трлн сум в 2019 году до 164 трлн сум в 2024-м. УзРТСБ сохраняет лидерство (90% доли биржевого рынка) на фоне растущей конкуренции благодаря устоявшейся инфраструктуре, высокой ликвидности по ключевым товарным позициям (хлопок, зерно, энергоносители), стратегической роли в госзакупках и экспортных операциях, а также доверию со стороны крупных представителей отечественного бизнеса, что создает устойчивый «экономический ров» и поддерживает инвестиционную привлекательность площадки, несмотря на появление новых игроков.

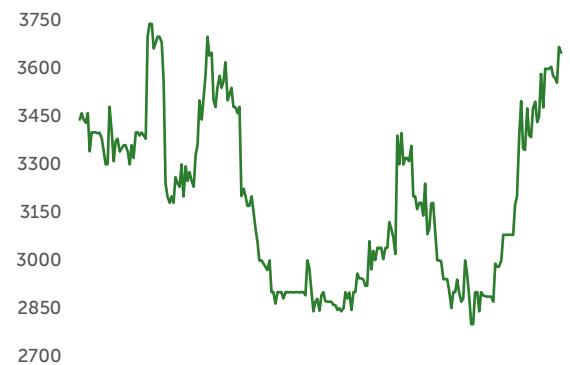
### (+) Маржинальность и выручка биржи

Выручка биржи увеличилась на 13,5% по сравнению с 2023 годом, достигнув 427,6 млрд сум (5YCAGR: 18,5%). Основными драйверами роста стали комиссионные доходы от биржевых сделок (+8,8% или 236 млрд сум, 55,2% от выручки), а также расчетно-клиринговые услуги (+17,4% и 27,3% от выручки). Отдельно выделяется продажа госномеров – комиссионные от сделок выросли в 2 раза (до 39,3 млрд сум), что дополнительно стимулировало финансовые результаты. Несмотря на рост валовой прибыли на 11,2% (до 378,5 млрд сум), валовая маржа снизилась до 88,5%, что является ниже среднего

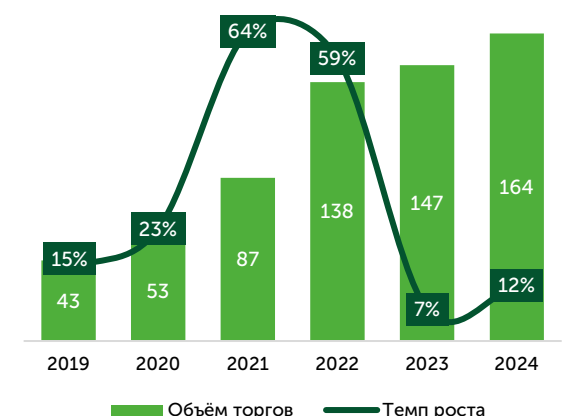


Выручка, '24, млрд сум	427
Валовая прибыль, '24, млрд сум	378
Опер. прибыль, '24, млрд сум	231
Чистая прибыль, '24, млрд сум	319
Среднегод. рост прибыли, 5 лет	27,51%
Активы, '24, млрд сум	4 143
Собственный капитал, '24,	434
EPS (Прибыль на акцию)	852,91 UZS
P/E	3,63x
ROE	83,48%
Ср. ROE, 5 лет	75,29%
ROA	7,71%
Капитализация, трлн сум	1,16
Акции в обращении млн штук	374
52-нед. диапазон	2 800-3 740,2
Последняя цена	3 100
Объем торгов, '24, млрд сум	58,32

Динамика акций, 1 год



Объем биржевых торгов, 2019-2024 (трлн сум)



уровня последних трех лет (90-91%), из-за увеличения прямых затрат на 34,6% (до 49,1 млрд сум). Прибыль до вычета процентов и налогов выросла (ЕБИТ) на 4,3% (231,7 млрд сум), но ее маржа сократилась до 54,2% (с 58,9% в 2023 г.) на фоне увеличения операционных расходов на 21,2%. Несмотря на снижение маржи ЕБИТ, чистая прибыль достигла рекордных 319,6 млрд сум (+39,5%) с максимальной маржой чистой прибыли в 74,7%. Ключевым драйвером роста чистой прибыли стали доходы от фин. деятельности, которые выросли более чем вдвое до 182,3 млрд сум.

#### (+) Стабильная дивидендная политика

19 марта 2025 года УзРТСБ утвердила на годовом собрании акционеров дивидендные выплаты в размере 143,1 млрд сум (382 сум на акцию), что соответствует 44,8% от чистой прибыли. Особенностью данного решения стало сочетание денежных выплат с проведенной в ноябре 2024 года капитализацией в соотношении 1:4 (на сумму 198,8 млрд сум), которая также рассматривалась как форма дивидендных выплат. В совокупности общий объем возврата акционерам достиг 107% от чистой прибыли 2024 года, демонстрируя приверженность компании политике высокой доходности для инвесторов. Дивидендная доходность составила 10,6% при средневзвешенной цене в 3 590 сум до закрытия реестра.

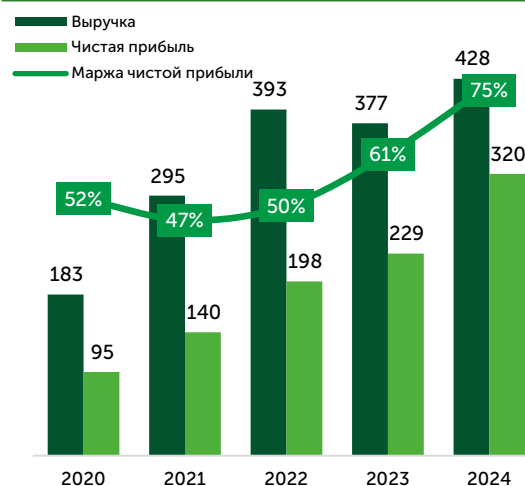
#### (-) Высокая доля товарооборота приходится на реализацию высоколиквидной продукции

Основной объем торгов на УзРТСБ формируется за счёт высоколиквидных и монопольных товаров – бензина, дизтоплива, нефтепродуктов, полиэтилена, угля, цветных металлов, цемента, агропродукции (мука, пшеница, сахар) и спирта. Их обязательная биржевая реализация, строго регламентирована постановлениями Президента и осуществляется исключительно через биржу, обеспечивая прозрачность сделок, рыночное ценообразование и стабильный рост оборотов. Дополнительным драйвером выступает расширение перечня обязательных к биржевой продаже товаров – согласно постановлению Кабмина №220 от 11 апреля 2025 года, в него включены кислоты, цианид натрия, жидкий азот и другие промышленные компоненты. Их реализация будет проходить в формате встречных аукционов, что может дать дополнительный импульс обороту в краткосрочной перспективе. Однако высокая зависимость от регулирующего подхода создаёт риски – возможная отмена обязательности биржевых торгов может повлиять на устойчивость темпов роста.

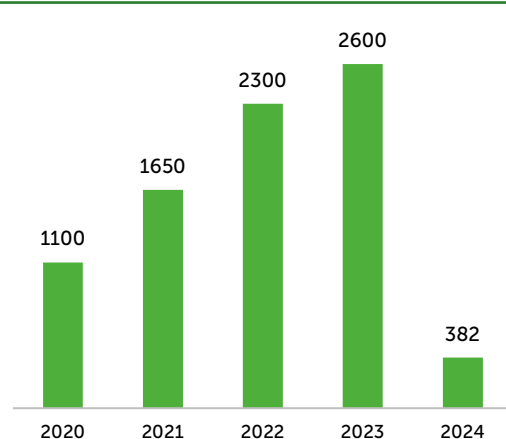
#### (+) В ожидании внедрения деривативов

Согласно «Дорожной карте», утвержденной постановлением Кабинета Министров РУз №570 от 12 сентября 2024 года, перед УзРТСБ поставлена стратегическая задача – ускорить внедрение товарных деривативов. Нормативная база для запуска уже подготовлена, и в настоящее время биржа проводит тестирование первых сделок с новыми инструментами. Запуск деривативов откроет участникам рынка механизмы хеджирования ценовых рисков, обеспечив как производителям, так и покупателям более предсказуемые условия торговли.

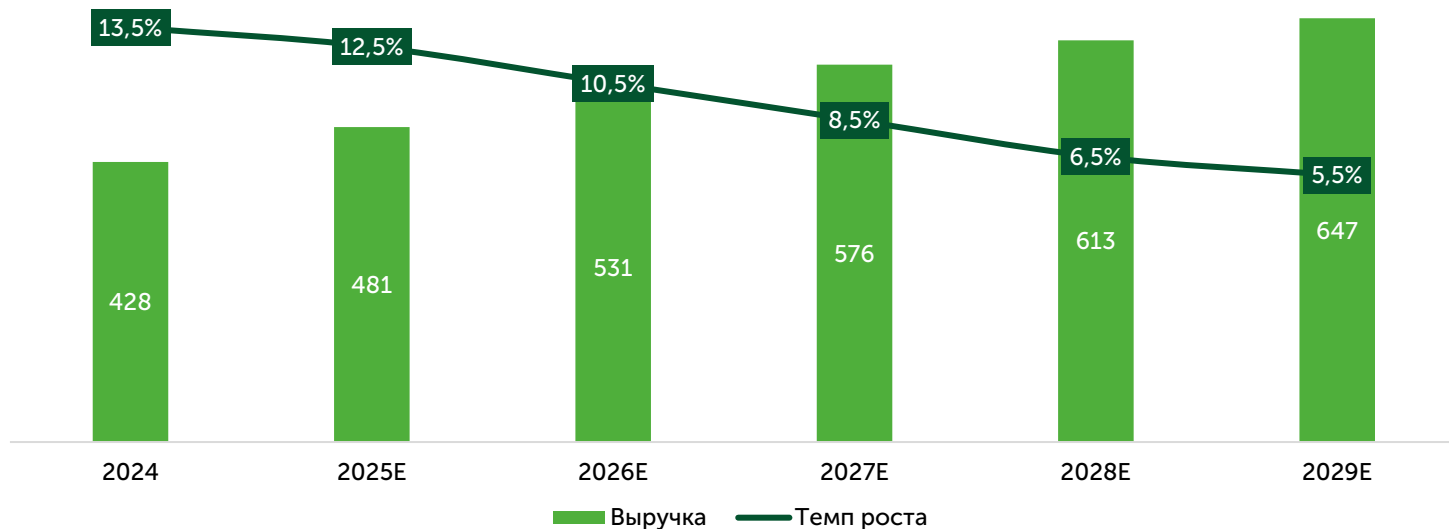
#### Показатели прибыли, 2019-2024 (млрд сум)



#### Дивиденд на акцию (UZS)



#### Прогноз роста выручки, млрд сум



## Результат оценки

В результате проведенной оценки стоимости простых акций АО «УзРТСБ» была получена **целевая цена в 4 311 сум с потенциалом роста 39,06%**. Пересмотр прогноза обусловлен увеличением себестоимости реализованной продукции в 2024 году, что оказало влияние на ключевые маржинальные показатели, и было учтено в нашей модели оценки. Дополнительно был пересмотрен и уточнён бета-показатель, отражающий систематические риски компании, что также повлияло на итоговую оценку. Несмотря на зависимость биржи от торговли высоколиквидными товарами, компания является экономически важным субъектом для экономики страны и сохраняет ключевую позицию на рынке биржевых операторов. Это обусловлено как высокими барьерами входа на рынок, так и значительной стоимостью переключения для клиентов. Учитывая сохраняющуюся недооценку со стороны рынка, мы рекомендуем рассмотреть покупку акций по текущим ценам или увеличить долю компании в инвестиционном портфеле.

## Отчет о финансовом положении

млрд UZS	2020	2021	2022	2023	2024
Запасы	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Дебиторская задолженность	0,1	1,0	1,1	0,3	1,4
Денежные средства*	2 143,8	3 797,8	4 147,2	3 646,0	3 252,0
Прочие активы	4,3	9,5	12,8	17,2	22,7
<b>Текущие активы</b>	<b>2 148,4</b>	<b>3 808,4</b>	<b>4 161,2</b>	<b>4 105,6</b>	<b>4 053,2</b>
Основные средства	41,7	35,6	35,4	34,7	32,1
Прочие долгосрочные активы	4,0	5,4	5,9	6,7	58,1
<b>Сумма активов</b>	<b>2 194,1</b>	<b>3 849,2</b>	<b>4 202,5</b>	<b>4 147,0</b>	<b>4 143,5</b>
Кредиторская задолженность	0,5	0,5	0,2	0,1	0,7
Прочие текущие обязательства*	2 030,5	3 638,7	3 922,4	3 810,2	3 698,2
<b>Текущие обязательства</b>	<b>2 031,0</b>	<b>3 639,2</b>	<b>3 922,7</b>	<b>3 816,0</b>	<b>3 708,7</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Собственный капитал	163,1	214,0	282,4	331,0	434,8
<b>Обязательства и капитал</b>	<b>2 194,1</b>	<b>3 853,2</b>	<b>4 202,5</b>	<b>4 147,0</b>	<b>4 143,5</b>

\* включают средства клиентов на расчетном счету биржи

## Отчет о прибылях и убытках

млрд UZS	2020	2021	2022	2023	2024
Выручка	183,0	294,9	392,5	376,9	427,6
Себестоимость	(21,5)	(28,0)	(34,8)	(36,5)	(49,1)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>161,4</b>	<b>266,9</b>	<b>357,8</b>	<b>340,5</b>	<b>378,5</b>
Расходы по реализации	(0,6)	(2,9)	(2,2)	(2,4)	2,7
Админ расходы	(46,9)	(106,3)	(122,4)	(96,5)	(118,4)
Прочие опер расходы	0,9	12,1	1,7	6,2	4,1
Прочие опер доходы	(9,8)	(14,1)	(18,4)	(25,6)	(29,8)
<b>ЕБИТ</b>	<b>105,0</b>	<b>155,8</b>	<b>216,6</b>	<b>222,1</b>	<b>231,7</b>
Фин доходы	17,3	24,4	52,0	87,3	182,4
Фин расходы	(10,3)	(9,9)	(32,5)	(36,2)	(30,9)
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>112,0</b>	<b>170,2</b>	<b>236,0</b>	<b>273,2</b>	<b>383,2</b>
Налог	(17,1)	(30,2)	(38,3)	(44,0)	(63,5)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>94,8</b>	<b>140,1</b>	<b>197,7</b>	<b>229,2</b>	<b>319,7</b>

Рост и маржа (%)	2020	2021	2022	2023	2024
Темпы роста выручки	24,2%	61,2%	33,1%	-4,0%	13,5%
Темпы роста валовой прибыли	24,5%	65,3%	34,0%	-4,8%	11,2%
Темпы роста чистой прибыли	16,1%	47,7%	41,1%	15,9%	39,5%
Валовая маржа	88,2%	90,5%	91,1%	90,3%	88,5%
ЕБИТ маржа	57,4%	52,8%	55,2%	58,9%	54,2%
Маржа чистой прибыли	51,8%	47,5%	50,4%	60,8%	74,7%

\*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. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Выбор ценных бумаг в качестве объекта инвестирования и соответственно последствия этого выбора являются риском инвестора.