



## Ежемесячный инвестиционный обзор

Выпуск №4 Апрель



1135  
ffin.uz

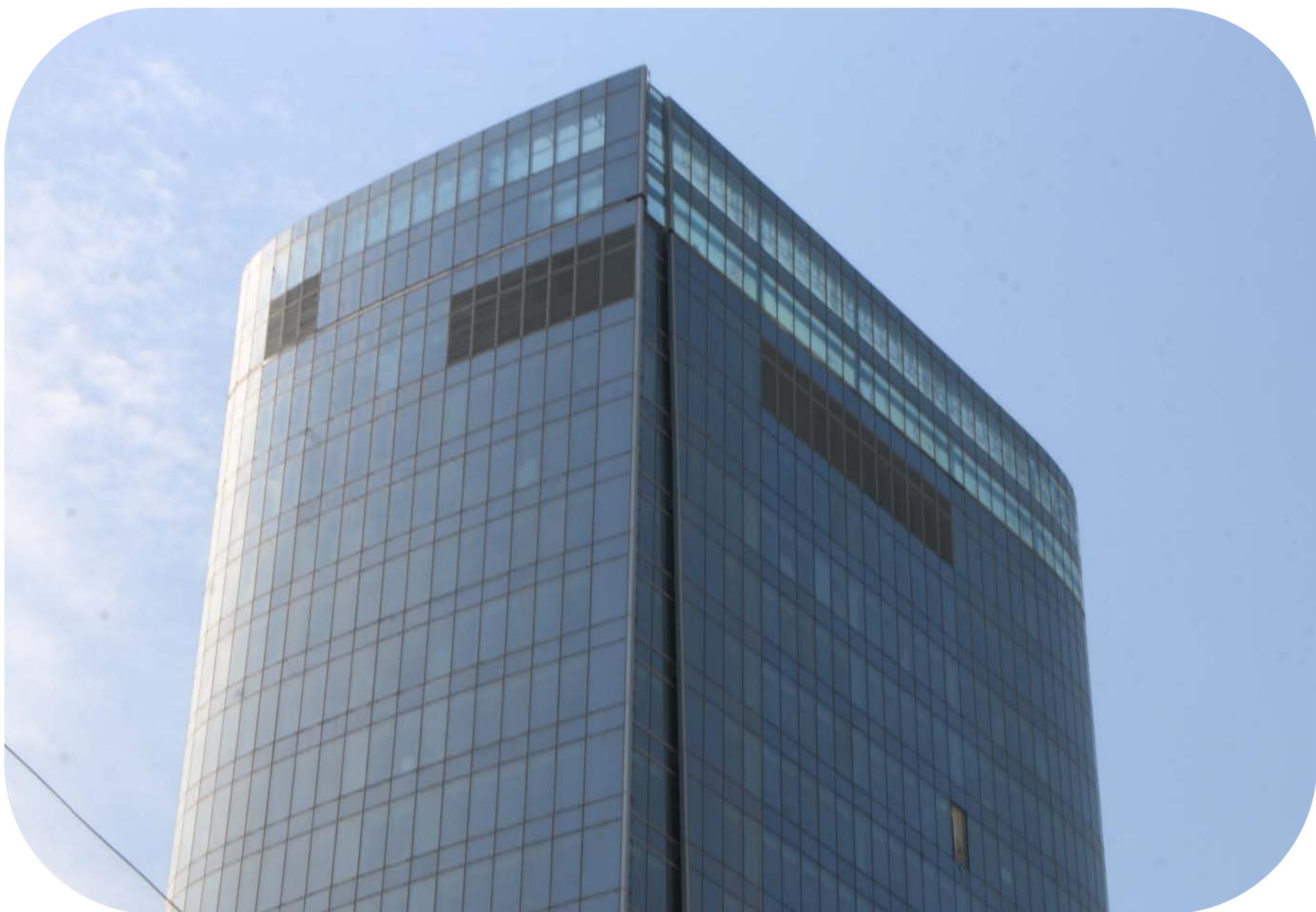


За последние годы рост экономики Узбекистана и её стремительное развитие на фоне масштабных реформ открыли новые возможности для инвесторов, стремящихся диверсифицировать свои вложения. В ответ на растущий интерес мы представляем обзор макроэкономической среды страны, а также динамику фондового и валютного 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	4-6
Прогнозы ВВП	7-8
Банковский сектор	9-10
Fitch Ratings о банковской реформе Узбекистана	11
Курс валют	12

## НОВОСТИ ЭКОНОМИКИ

Внутренний фон	13
Внешний фон	14

## ФОНДОВЫЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

Рынок акций	15
Изменение по бумагам в покрытии	16
Рекомендации по акциям в покрытии	17
Рынок облигаций	18
Корпоративные новости	19-20

## Ключевые события

Экономика Узбекистана продолжает уверенно расти, что подкрепляется впечатляющими результатами последних лет. В 2024 году страна достигла исторического максимума: **ВВП вырос на 6,2%, составив \$115 млрд.** Этот успех стал возможен благодаря последовательным реформам, открытой экономической политике и развитию приоритетных отраслей, таких как промышленность, энергетика, туризм, сельское хозяйство и цифровые технологии. Созданная прочная основа обеспечивает долгосрочный прогресс, что ярко проявилось в стабильных результатах первого квартала 2025 года, открывающих новые перспективы для инвесторов.

**Валовый внутренний продукт (ВВП).** По данным Госкомстата, в январе–марте 2025 года объем ВВП Узбекистана составил **333,59 трлн сум**, а его реальный рост достиг **6,8%**. Для сравнения: за аналогичный период 2024 года рост составлял 6,4%. Основной вклад в увеличение ВВП обеспечил рост валовой добавленной стоимости всех секторов экономики — на 6,8% в годовом выражении. При этом ее доля в общем объеме ВВП составила 95,9%, что обеспечило 6,6 п.п. общего прироста. Оставшиеся 4,1% ВВП приходятся на чистые налоги на продукты, которые увеличились на 7,2%, добавив 0,2 п.п. к темпам роста.

**Индекс-дефлятор ВВП за январь–март 2025 года составил 112,8%** по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. Наибольший рост цен наблюдался в сферах транспорта, связи (114,2%), промышленности (112,1%), сельского хозяйства и прочих услуг (по 111,9%). Вдобавок, ВВП на душу населения в стране составил 8 867,3 тыс. сум, что на 4,7% больше по сравнению с тем же периодом 2024 года (7 508,5 тыс. сум, рост — 4,2%).

Структура валовой добавленной стоимости (ВДС) по секторам экономики выглядит следующим образом:

- **промышленность выросла на 6,5% и достигла 89,1 трлн сумов.** Основной вклад внесли предприятия обрабатывающей промышленности, где выпуск продукции увеличился на 8,7% и составил 69,3 трлн сумов. Также наблюдался рост в сфере водоснабжения, водоотведения, сбора и утилизации отходов — на 2,7% в годовом выражении, до 654,0 млрд сумов.

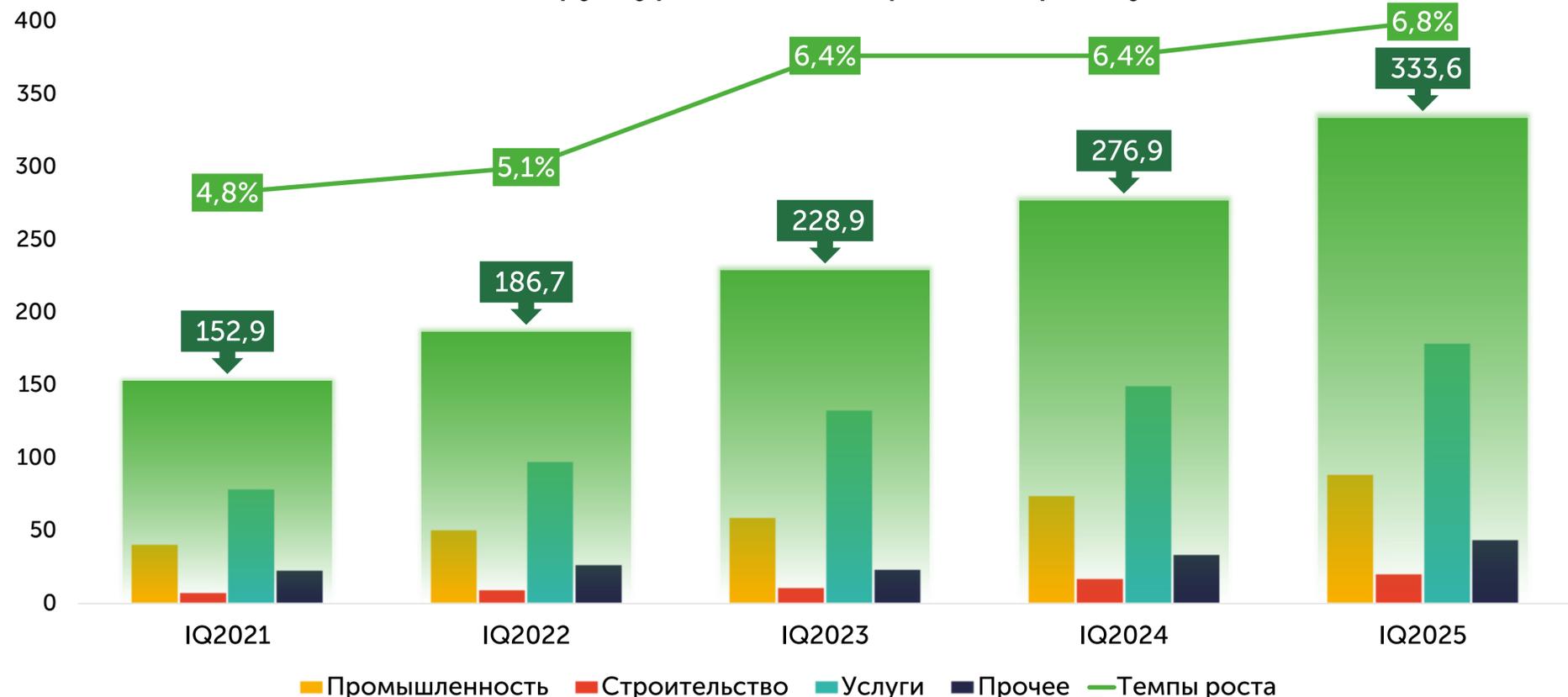
- **объем добавленной стоимости в строительстве увеличился на 10,7% и составил 20,86 трлн сумов.** Рост был обеспечен за счет увеличения объемов строительства зданий и сооружений (+8,3%), объектов гражданского назначения (+17,5%), а также специализированных строительных работ (+17,3%).

- **сфера услуг достигла 179,38 трлн сумов, увеличившись на 7,0% в годовом выражении.** В разрезе видов деятельности рост обеспечен за счет: торговли (+8,8%), услуг по проживанию и питанию (+8,7%), транспортных и логистических услуг (+10,5%), информационно-коммуникационных услуг (+22,5%), а также прочих услуг (+4,5%).

**Доля услуг информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) в экономике составила 3,2%.** Основной вклад пришёлся на: услуги связи — 35,4%, программирование и ИТ-консалтинг — 45,7%, услуги дата-центров и веб-порталов — 10%, разработку ПО — 5,8%, ремонт техники — 3,1%.

**Объём ВДС ненаблюдаемой экономики (домохозяйства, физлица и теневая деятельность) составил 106,8 трлн сумов, или 32% ВВП.**

Рост и структура ВВП в I кварталах, трлн сум



Из них 23,6% обеспечили домохозяйства и физлица, а 8,4% — теневая экономика. По отраслям основная часть этой деятельности приходится на сельское хозяйство (84,1%), строительство (41,5%), сферу услуг (36,2%) и промышленность (8,5%).

**Инвестиции.** В первом квартале 2025 года инвестиций в основной капитал Узбекистана было **освоено 120,4 трлн сумов из всех источников финансирования**, что на 7,9% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. **Объём централизованных инвестиций увеличился до 10,1 трлн сумов (+15,8% в годовом выражении)** в основном за счёт роста объёма иностранных кредитов под государственную гарантию, которые выросли на 23,8% г/г. **Нецентрализованные инвестиции достигли 110,2 трлн сумов (+7,2% г/г)**, что обусловлено преимущественно ростом прямых иностранных инвестиций и кредитов на 7,5%, до 78,6 трлн сумов.

#### Освоенные инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности

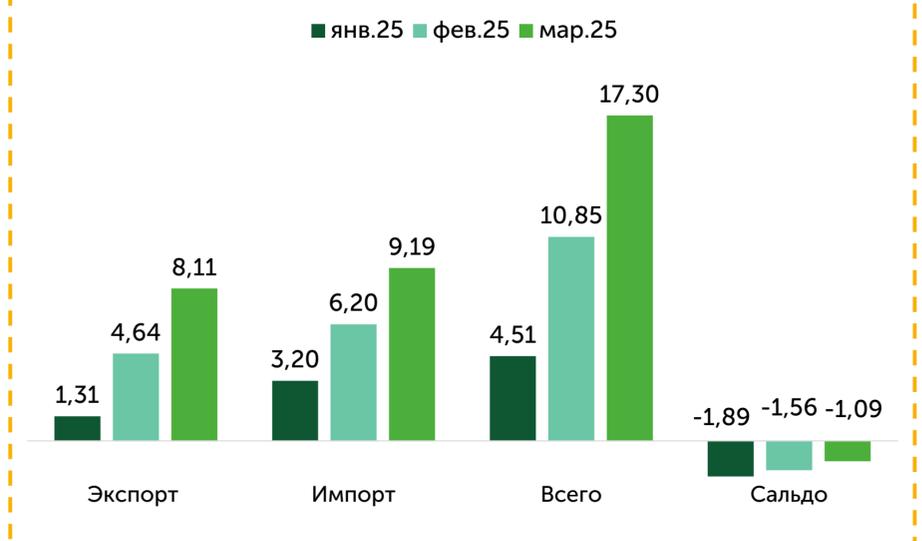
название	объем, млрд сум	доля, %
Сельское, лесное и рыбное хозяйство	12 429,0	10,3%
Горнодобывающая промышленность	13 555,1	11,3%
Обрабатывающая промышленность	33 071,0	27,5%
Электроснабжение, подача газа, пара и кондиционирование воздуха	19 994,2	16,6%
Остальные	41 360,5	34,3%

**Внешняя торговля.** Узбекистан продолжает расширять список стран, с которыми устанавливаются торговые отношения. В марте государство увеличило торговых союзников до **173 (+11 к февралю 2025 года)**. В январе-марте текущего года внешнеторговый оборот Узбекистана **составил 17,3 млрд долларов**, что на 8,6% превышает уровень аналогичного периода 2024 года.

Торговый баланс продемонстрировал существенное улучшение в отчетном периоде, в первую очередь за счёт роста экспортных поступлений по ключевым направлениям. Лидером экспортной корзины остаётся **золото**: за январь-март 2025 года его поставки составили \$3,57 млрд, что эквивалентно 44% от общего объема экспорта. Устойчиво высокие мировые цены на золото способствовали росту выручки. **Экспорт услуг** также показал позитивную динамику, увеличившись до \$1,73 млрд, что составляет 21,4% от общего объема экспорта. Основной вклад обеспечили: туристические поездки (43,7%), транспортные услуги (40,5%) и ИКТ (8,4%). **Сырьевой экспорт** также укрепился: поставки природного газа

выросли в 2,5 раза — до \$94 млн. При этом его импорт существенно сократился — до \$38 млн (-88,3% г/г), что дополнительно улучшило внешнеторговое сальдо. Среди прочих факторов — снижение импорта легковых автомобилей на 30,7% (до \$671 млн), падение импорта минерального топлива и аналогичных материалов на 39,9%, до \$590,9 млн, а также относительная стабилизация объемов ввоза промышленных товаров.

#### Внешняя торговля, млрд сум

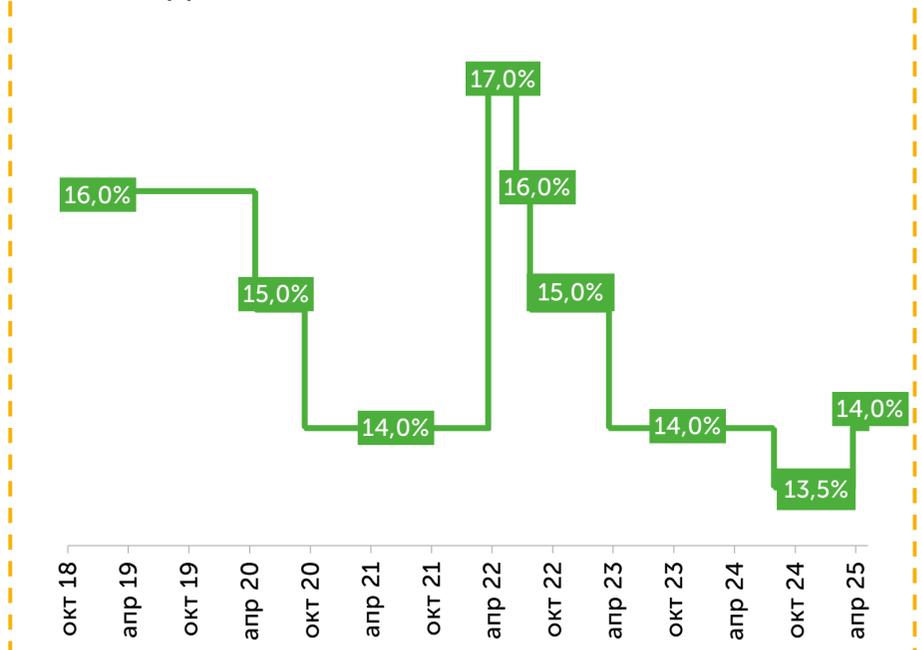


Итоговые показатели внешней торговли выглядят следующим образом:

- о экспорт вырос на **24,4% г/г**, достигнув \$8,1 млрд;
- о импорт сократился на **2,3% г/г** — до \$9,1 млрд;
- о сальдо внешней торговли улучшилось, снизившись до **\$1,08 млрд**, что на 62,5% меньше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

**Ключевая ставка.** 24 апреля 2025 года прошло очередное **заседание правления Центрального банка (ЦБ)**, на котором было принято решение оставить основную ставку на **уровне 14% годовых**. Это решение обусловлено сохраняющимся инфляционным давлением, который формируется как со стороны спроса, так и предложения.

#### Динамика ключевой ставки с 2020 г.



В марте общая инфляция ускорилась до 10,3%, а базовая — до 8,1%. Рост цен связан с активным внутренним спросом, который поддерживается

увеличением трансграничных переводов, ускорением кредитования и ростом инвестиционной активности. Дополнительное давление оказывает ухудшение внешнеторговой конъюнктуры, ведущее к росту издержек и усилению внешнего инфляционного фона. При этом инфляционные ожидания населения и бизнеса несколько снизились, хотя и остаются выше текущих значений инфляции. Кроме того, **второй этап реформы либерализации цен на энергоносители в мае может усилить вторичные инфляционные эффекты** по аналогии с влиянием первой стадии реформы на траекторию инфляции в мае прошлого года. Сохранение текущего курса ДКП до конца первого полугодия может быть логичным сценарием для Центробанка. Следующее заседание ЦБ по рассмотрению основной ставки запланировано на **12 июня 2025 года**.

**Инфляция.** В апреле индекс потребительских цен (ИПЦ) замедлился на 0,2 процентных пункта и составил **10,1% в годовом выражении**. При этом к началу года инфляция выросла на 2,9% (vs 2,6 в апреле 2024 года). За месяц ИПЦ составила 0,7%, а с начала года инфляция выросла на 2,9%. По основным группам ИПЦ: продовольственные товары снизились на 0,7% по сравнению с уровнем марта 2025 года, а непродовольственные товары и услуги напротив выросли на 0,2 п.п и 0,3 п.п соответственно. **На изменение инфляции повлияли:** рост цен на продукты питания и безалкогольные напитки – 0,32% (в марте рост составил – 0,64%), транспорт – 0,09%, коммунальные услуги и здравоохранение – 0,07%, а остальные – 0,15%.



В конце каждого месяца Центральный банк проводит опрос по инфляционным ожиданиям среди населения. По мониторингу ЦБ, **инфляционные ожидания жителей страны в марте снизились**. Население прогнозируют рост инфляции на уровне **14,2%** (-1,1% к февралю) с медианой в 11,5% (13,2% в феврале). Предприниматели снизили свой прогноз до **13,0 процентных пунктов** (-0,8% к февралю) с медианой в 10,9 пунктов (11,2 в феврале). При этом по итогам апреля 2025 года ожидания населения не изменились и остались на уровне **14,2%** с медианой **11,4** (-0,1 к марту), а у бизнеса - снизились на **0,2 процентных пункта** к марту, составив **12,8%** с медианой **10,6** (-0,3 к марту).

Снижение было связано с отсрочкой повышения тарифов на газ и электроэнергию, ранее запланированного на 1 апреля и перенесённого на май. Тем не менее, рост цен на коммунальные услуги, топливо и колебания валют остаются главными факторами тревожности как для населения, так и для бизнеса.

**Международные резервы государства.** По состоянию на 1 мая 2025 года международные резервы Республики Узбекистан достигли \$49,3 млрд, увеличившись на 19,5% с начала года. Резервы в иностранной валюте выросли 28,3% до \$11,0 млрд, а золотовалютные резервы страны продемонстрировали рост на 17,5% на фоне подорожания цен на мировом рынке, достигнув уровня \$37,6 млрд с 1 января 2025 года.

**Закключение.** В первом квартале 2025 года экономика Узбекистана продемонстрировала устойчивый рост, что подтверждает эффективность проводимых структурных реформ и экономической политики в целом.

Ключевым риском остаётся инфляционное давление, обусловленное как внутренними факторами – активным потребительским спросом, ростом заработных плат и кредитной экспансией, – так и внешними – нестабильностью на мировых товарных рынках, ростом цен на продовольствие, а также сохраняющейся геополитической напряжённостью. В дополнение к этому, **предстоящая либерализация цен на энергоносители может усилить инфляционные ожидания и увеличить нагрузку на домохозяйства и бизнес**.

Несмотря на эти риски, позитивным фактором остаётся постепенная диверсификация экономики: заметен рост несырьевых секторов – **в частности промышленности, строительства и сферы услуг**. Улучшение торгового баланса за счёт увеличения экспортных поступлений также свидетельствует о снижении зависимости от волатильной сырьевой конъюнктуры. Однако сохраняется высокая чувствительность экономики к внешним шокам, включая колебания валютного курса и зависимость от трудовых переводов.

Институты	Темпы роста ВВП, %		Инфляция, %	
	2025	2026	2025	2026
<u>Узбекистан</u>	6,0	6,1	7,0-8,0	6,0-7,0
<u>Азиатский банк развития</u>	6,6	6,7	8,0	7,0
<u>Европейский банк реконструкции и развития</u>	6,0	6,0	-	-
<u>Организация Объединённых Наций</u>	5,9	5,4	7,4	5,2
<u>Всемирный банк</u>	5,9	5,9	-	-
<u>Международный валютный фонд</u>	5,9	5,8	8,4	6,5
<u>Международное рейтинговое агентство S&amp;P GLOBAL</u>	5,5	5,4	9,2	8,0

Согласно последним прогнозам, опубликованным в 2025 году международными институтами, экономический рост Узбекистана в 2025–2026 годах, как ожидается, останется устойчивым — темпы прироста ВВП составят 5–6% ежегодно. Это отражает общий консенсус среди ведущих аналитических структур, хотя между ними сохраняются некоторые расхождения относительно динамики: Азиатский банк развития и правительство Узбекистана предполагают ускорение темпов роста к 2026 году (до 6,7% и 6,1% соответственно), тогда как Всемирный банк, ООН и S&P Global прогнозируют умеренное замедление (до 5,4–5,9%) к концу рассматриваемого периода.

Основными драйверами роста, на которые указывают все источники, остаются внутренний спрос, инвестиции и продолжение структурных реформ. Прогнозируется дальнейшее увеличение частного потребления благодаря росту реальных доходов населения и устойчивому притоку денежных переводов. Объём инвестиций — как государственных (особенно в инфраструктуру), так и частных — остаётся высоким, а отношение инвестиций к ВВП достигло рекордных уровней.

Среди ключевых секторов, способствующих росту, называются строительство, промышленность, торговля и сельское хозяйство, что связано с реализацией инфраструктурных проектов, расширением экспортного потенциала и политикой импортозамещения.

Проведение тарифных реформ и других регуляторных изменений должно способствовать снижению инфляционного давления и бюджетной нагрузки, создавая пространство для стимулирования экономической активности.

Международные организации подчёркивают также значительное влияние внешнеэкономической конъюнктуры. Рост мирового спроса на золото и цветные металлы поддерживает экспортную выручку Узбекистана. Восстановление глобальной экономики — особенно на рынках стран-соседей — оказывает позитивное влияние на торговлю и инвестиционные потоки.

Одновременно рост внутренних тарифов на энергоресурсы способствует снижению государственных расходов на субсидии, создавая бюджетные резервы для финансирования других приоритетов.

Однако сохраняются и значимые внешние и внутренние риски. На глобальном уровне — это неопределённость в мировой торговле, возможное введение новых пошлин со стороны США, геополитическая нестабильность, а также волатильность цен на сырьё (нефть, газ, металлы), что может негативно сказаться на экспортной выручке и фискальных доходах. Негативные сценарии развития экономик России и Казахстана, двух ключевых торговых партнёров и источников денежных переводов мигрантов, могут повлиять на объёмы экспорта и поступления из-за рубежа.

Во внутренней экономике к рискам относятся возможный рост фискального дефицита, увеличение уровня государственного долга, потенциальные проблемы в банковской системе (в частности, сохранение устойчивости при активном кредитовании экономики), а также риски замедления темпов реформ — в случае задержек с приватизацией госпредприятий или реформой государственного управления.

Суверенные кредитные рейтинги Узбекистана	<b>MOODY'S</b>	<b>S&amp;P Global</b>	<b>FitchRatings</b>
	<u>Ba3 / Stable</u>	<u>BB- / Stable</u>	<u>BB- / Stable</u>

Отдельной задачей остаётся контроль инфляции: ослабление тарифной дисциплины или рост цен на фоне реформ может усилить инфляционные ожидания. В то же время вопросы устойчивости банковской системы и макрофинансового управления остаются в центре внимания правительства.

Наряду с рисками существуют и значительные возможности для дальнейшего развития. Сильный демографический потенциал (молодое и растущее население), продолжающаяся либерализация экономики, улучшение делового климата и ожидаемое вступление Узбекистана во Всемирную торговую организацию создают благоприятные условия для роста.

Расширение инвестиций в инфраструктуру, в том числе в зелёную энергетику, может стать долгосрочным источником устойчивого развития. Высокие мировые цены на золото, медь и другие ресурсы открывают возможности для увеличения экспортных доходов.

Успешная реализация структурных реформ — в сферах энергоэффективности, сельского хозяйства, цифровизации и государственного управления — способна значительно повысить производительность экономики.

Дополнительный рост может обеспечить диверсификация экспорта, в частности, за счёт увеличения поставок продукции лёгкой промышленности и сектора услуг.

Таким образом, при благоприятных внешних условиях и эффективной реализации внутренних реформ экономика Узбекистана имеет все шансы не только сохранить устойчивые темпы роста на уровне 5–6% в год, но и превзойти эти показатели в рамках оптимистичного сценария.

В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

**9** ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
БАНКОВ

**27** ЧАСТНЫХ  
БАНКОВ

Новые механизмы развития банковского сектора:

**Система мгновенных платежей (СМП).** Центральный банк Узбекистана планирует подключить физических лиц к СМП, которая в настоящее время доступна только юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям. Эта инициатива будет направлена на расширение возможностей для граждан, стимулирование безналичных расчетов и развитие социальной сферы. СМП позволяет проводить денежные переводы в режиме реального времени — круглосуточно, без выходных и праздничных дней. Благодаря этому граждане смогут быстро и удобно переводить средства, оплачивать товары и услуги, а также получать социальные выплаты напрямую на свои счета. Одним из ключевых принципов внедрения СМП для населения станет сохранение рыночных условий. Предполагается, что тарифы на услуги в рамках системы будут формироваться с учетом здоровой конкуренции между банками и платежными сервисами, чтобы не создавать барьеров для инноваций и не исказить рынок.

**Универсальный платежный QR-код.** Центральный банк намерен внедрить единый стандарт универсального платежного QR-кода для безналичной оплаты. Это связано с тем, что в настоящее время в торговых точках размещаются сразу несколько QR-кодов от разных платежных систем, что вызывает путаницу и неудобства для покупателей. Данная инициатива ЦБ направлена на установление одного универсального QR-кода на каждую торговую точку, которая позволит проводить оплату через любой платежной системы или мобильного приложения. По срокам, ЦБ планирует потратить один год на создание этой системы.

**Упрощение продажи имущества.** 15 апреля Президент Шавкат Мирзиёев подписал постановление, упрощающее продажу имущества, переданного банкам за долги. С 1 мая 2025 года банки с госдолей свыше 50% и их дочерние компании смогут продавать залоговое имущество по рыночной цене без аукционов, сокращая бюрократию. Покупателям станет доступнее оформление сделок в кредит, рассрочку, лизинг или другими законными способами. Кроме того, инвестиционные компании теперь смогут заниматься сторонним бизнесом — например, запускать производство или оказывать услуги на базе банковских активов, а затем продавать готовый бизнес. Также с 1 сентября увеличиваются лимиты для упрощенного судопроизводства: до 50 БРВ (18,75 млн сумов) для физлиц, 100 БРВ (37,5

млн) для ИП и 150 БРВ (56,25 млн) для юрлиц. Эти меры помогут быстрее решать вопросы с долгами и стимулируют деловую активность.

**Смягчения требований по кредитованию малого бизнеса.** С 1 июня 2025 года в Узбекистане вступает в силу изменение, которое поможет расширить доступ малого бизнеса к финансированию. Теперь по кредитам до 15 миллиардов сумов, если их остаток не превышает 0,2% от регулятивного капитала банка, будет применяться пониженный коэффициент риска — 75% вместо стандартных 100%. Это означает, что такие кредиты будут «весить» меньше в расчетах, и банки смогут активнее кредитовать предпринимателей, не рискуя нарушить нормативы. Дополнительно были обновлены правила включения отдельных финансовых инструментов в структуру дополнительного капитала банков (АТ1) в рамках стандартов Базель III.

**Ограничение доли микрозаймов в портфеле.** С 24 июля 2025 года вступает в силу постановление Центрального банка, устанавливающее предельную долю микрозаймов в кредитных портфелях банков (кроме микрофинансовых) — не более 25%, как и для автокредитов. Аналогичный лимит установлен и для кредитных карт (включая овердрафты). Банкам, чьи показатели превышают установленные нормы, предоставлен переходный период до 1 января 2029 года — с поэтапным снижением концентрации по согласованию с регулятором. Эти меры направлены на снижение рисков перегрева потребительского кредитования и повышение устойчивости банковской системы. Регулятор стремится сдерживать избыточную зависимость от высокорисковых сегментов, сохраняя при этом пространство для роста новых банков.

**Максимальная сумма переплаты по микрозаймам.** С 24 июля 2025 года вступают в силу новые правила Центрального банка, направленные на защиту потребителей микрофинансовых услуг. Суточная ставка по микрозаймам снижается с 0,3% до 0,25%. Кроме того, общая переплата — включая проценты, комиссии и штрафы — не должна превышать 50% годовых от суммы займа. Также вводится ограничение по долговой нагрузке: ежемесячные платежи по микрозаймам не могут превышать 50% от дохода заемщика. Установлены и предельные сроки при расчётах: для микрозаймов — 36 месяцев, для ипотеки — 180, для других кредитов — 60 месяцев. Таким образом, ЦБ хочет предотвратить избыточную закредитованность граждан и ограничить практику агрессивного

В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

**9** ГОСУДАРСТВЕННЫХ БАНКОВ

**27** ЧАСТНЫХ БАНКОВ

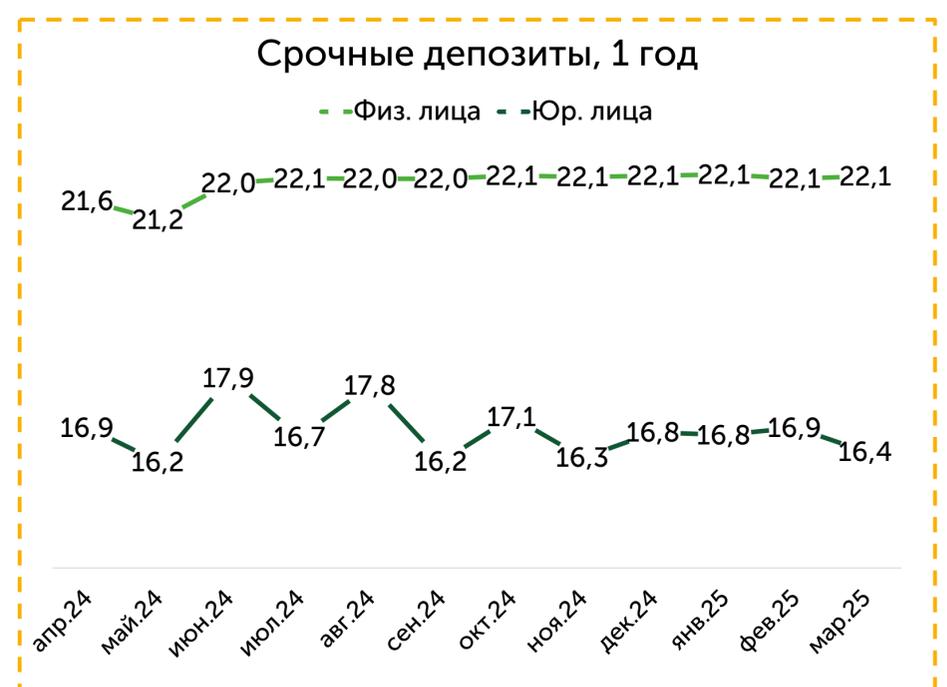
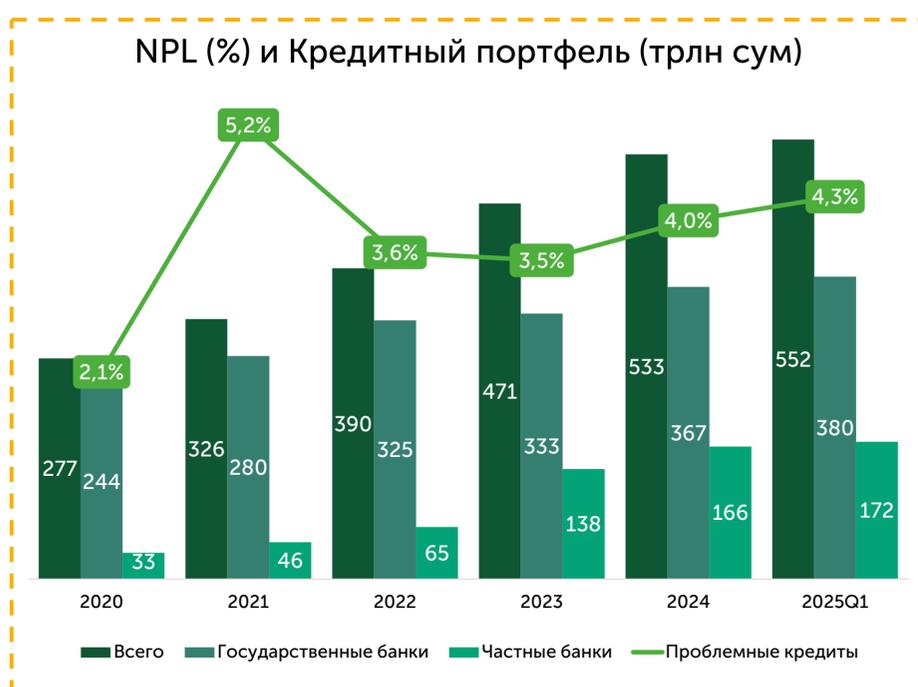
микрофинансирования, при этом делая ставку на устойчивое кредитование с учетом платежеспособности населения.

**Контроль за банковскими переводами.** Центральный банк Узбекистана предлагает законодательно усилить надзор за операциями с банковскими картами и мобильными приложениями. В случае подозрения на незаконные транзакции их использование может быть приостановлено до 3 дней. Как отметил председатель ЦБ, новые меры направлены на снижение рисков мошенничества, защиту прав пользователей и усиление безопасности платежных сервисов. Среди нововведений — внедрение антифрод-систем, биометрической идентификации и определение категории «важных платежных организаций» с обязательной системой управления рисками. Законопроект также расширяет перечень видов деятельности платежных систем с 9 до 13, упрощает лицензирование банков и разрешает мобильным операторам предоставлять платежные услуги без создания отдельного юрлица. Кроме того, вводится градация правонарушений (грубые, серьезные и незначительные) и система санкций. Следовательно, Центральный банк делает акцент на проактивной защите пользователей и предупреждении мошенничества, особенно в условиях стремительного роста онлайн-платежей.

**Финансовые показатели коммерческих банков.** В первом квартале 2025 года совокупный кредитный портфель коммерческих банков увеличился на 3,5% с начала года, составив 551,8

трлн сум. Проблемные кредиты (NPL) выросли с 21,1 до 23,4 трлн сум, что эквивалентно 4,3% от общего объема портфеля. Процентные доходы и доходы от беспроцентных операций увеличились на 11,7% и 27,6% в годовом выражении соответственно. В то же время расходы по этим статьям возросли на 11,4% и 36,3% соответственно. Оценка возможных убытков по кредитам и лизингу выросла на 11,0% год к году (8,3 трлн сум), в то время как оценка некредитных убытков снизилась на 1,5% до 1,8 трлн сум. Несмотря на это, совокупная чистая прибыль банков за первый квартал 2025 года выросла на 43,6% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года, достигнув 3,4 трлн сум (49% от общей прибыли за прошлый год).

**Процентные ставки по депозитам в национальной валюте.** С начала 2025 года средняя процентная ставка по суммовым вкладам снизилась с 19,6% до 18,8%. В марте средневзвешенная ставка по депозитам до 1 года выросла до 17,2%, но с началом года снизилась на 0,9%. В то же время ставки по депозитам свыше 1 года в марте снизились до 19,3 п.п., однако с января они сократились на 1,0 процентных пункта, при этом в феврале наблюдался рост до 20,8%. По состоянию на 1 апреля 2025 года по вкладам физических лиц существенных изменений не произошло: ставки по депозитам до 1 года составляют 20,7%, а по депозитам свыше 1 года – 22,4%. Для юридических лиц было зафиксировано снижение по ставкам свыше 1 года снизились с 18,0% до 16,5%, а по депозитам до 1 года без изменений - 16,3%.



# Fitch Ratings о банковской реформе Узбекистана



16 апреля 2025 года прошла конференция Fitch Ratings, на котором были выделены ключевые моменты в развитии банковского сектора Узбекистана. Несмотря на масштабную господдержку — около \$2 млрд за последние пять лет — государственные банки страны по-прежнему сталкиваются с серьёзными вызовами. По словам Павла Каптела, директора Fitch по банковскому сектору, ключевыми проблемами остаются высокий уровень проблемных кредитов, долларизация экономики и зависимость от внешнего финансирования.

Банковская реформа в Узбекистане продолжается, цель которой — приватизация государственных банков, что предполагает продажу крупных пакетов акций таких банков, как SQB, Asaka Bank и Aloqabank до конца 2025 года. Несмотря на определённые успехи, такие как приватизация «Ипотека-банка», процесс оказался сложным и требует большей активности со стороны иностранных инвесторов. В рамках реформы продолжается трансформация государственных банков, ориентированных на льготное кредитование, с целью перехода к более коммерческим моделям, особенно для малого и среднего бизнеса.

Fitch выделяет несколько ключевых рисков. Несмотря на снижение доли валютных кредитов и депозитов, долларизация остаётся серьёзной проблемой. Также вызывает опасения ухудшение качества активов, особенно в госбанках: к 2025–2026 годам уровень проблемных кредитов может достичь 9–10%. Ещё один вызов — стремительный рост розничного кредитования, способный привести к «перегреву» рынка, особенно в потребительском сегменте. В ответ Центральный банк ужесточил регулирование, что замедлило темпы кредитования в 2024 году. Однако рост займов в малом и среднем бизнесе (МСБ), особенно в высокорисковых отраслях, таких как сельское хозяйство и строительство, продолжает вызывать беспокойство.

Кроме того, несмотря на значительную государственную поддержку, которая в последние годы составила около 2% от ВВП, важно учитывать, что эта помощь преимущественно направлялась в банки, выполняющие функции льготного кредитования. Это также влияет на прибыльность таких банков, где наибольшая доля проблемных кредитов. В Fitch прогнозируют, что помощь будет продолжаться, особенно для таких банков, как «Народный банк», «Банк развития бизнеса» и «Микрокредитбанк», которые частично были переданы в Национальный инвестиционный фонд. Одним из ярких шагов реформы стало создание этого фонда, который будет управляться международной управляющей компанией Franklin Templeton. Это, по мнению Fitch, может значительно улучшить операционную эффективность, корпоративное управление и менеджмент в этих банках, а также повлиять на повышение качества активов и прибыльности.

Среди структурных рисков Fitch выделяет зависимость от внешнего финансирования. В отличие от большинства стран СНГ, где банки в основном используют депозиты для формирования своих обязательств, в Узбекистане почти половина обязательств государственных банков приходится на внешние источники. Хотя риски краткосрочной задолженности в данный момент невелики, такие условия могут привести к сложности в будущем, особенно если изменится внешнеэкономическая ситуация.

Отдельного внимания заслуживает рынок микрозаймов и потребительских кредитов, где сохраняется высокий рост. Это может скрывать риски, особенно в условиях невысокой базы и ограниченных возможностей для хеджирования валютного риска, так как значительная часть кредитов в МСБ и розничном сегменте выдаётся в иностранной валюте.

Таким образом, несмотря на прогресс в реформе — улучшение корпоративного управления и продвижение приватизации — банковский сектор Узбекистана продолжает сталкиваться с комплексом структурных и новых рисков, которые могут повлиять на его устойчивость и финансовые результаты в ближайшие годы.



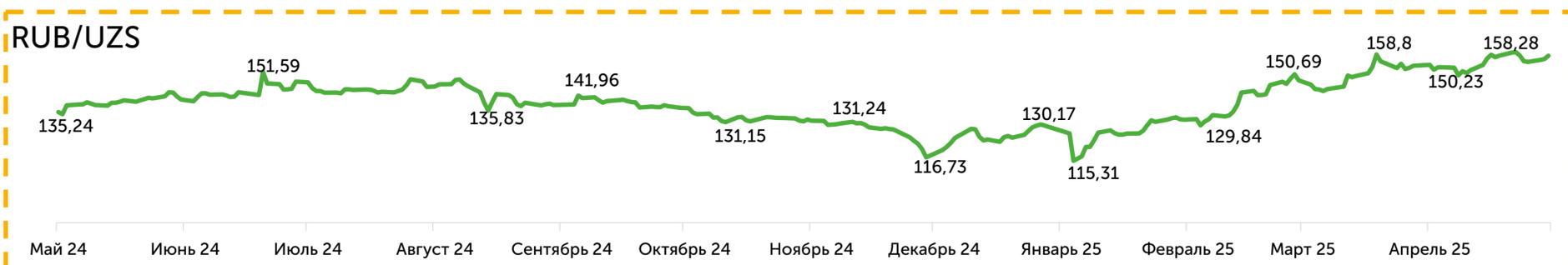
В апреле 2025 года узбекский сум сохранил относительную стабильность по отношению к доллару США, ослабев лишь на **0,15%**. В первой половине месяца курс приблизился к историческому максимуму, зафиксированному в феврале (13 003 сумов за доллар), однако преодолеть его не удалось. После достижения отметки 12 994,59 сумов курс начал постепенно снижаться и в течение недели опустился до 12 878,96 сум. Затем последовала коррекция, и к концу месяца курс закрепился на уровне **12 933,16 сумов за доллар**. Девальвация с начала года составила всего **0,10%**, что даже ниже апрельского показателя. Среди ключевых факторов стабильности национальной валюты можно выделить: рост прямых иностранных инвестиций, увеличившихся на 24,3% по итогам первого квартала; устойчивый приток денежных переводов и активизация внешней торговли с ключевыми партнёрами — Россией и Казахстаном; улучшение внешнеторгового баланса за счёт роста экспорта (+24,4%) и снижения импорта (-2,3%); рост мировых цен на золото, который положительно сказался на состоянии золотовалютных резервов страны.

Стоит отметить, что **Центральный банк Узбекистана активно применяет механизм валютных интервенций с использованием монетарного золота**. Он выпускает суммы для выкупа золота у местных производителей, затем реализует золото за рубежом, получая валютную выручку. Эти средства направляются на внутренний валютный рынок, где банки приобретают валюту за суммы. Таким образом, избыточная денежная масса изымается из экономики, что способствует сдерживанию инфляции и поддержанию макроэкономической стабильности. Также ЦБ придерживается политики «нейтральности» резервов, то есть продаёт валюту лишь в объёмах, эквивалентных стоимости закупленного золота. **Дополнительную поддержку курсу сума оказало и ослабление доллара США по отношению к другим ведущим мировым валютам.**

В то же время сум значительно ослаб к российскому рублю: на **2,67%** за апрель и на **21,59%** с начала года, достигнув отметки **158,28 сумов за рубль**. Это в первую очередь связано с заметным укреплением самого рубля по отношению к доллару. Среди факторов укрепления рубля: жёсткая денежно-кредитная политика Центрального банка РФ, сохраняющего высокую ключевую ставку, что стимулирует сбережения и ограничивает потребительское кредитование; рост экспортной выручки в сезонный период; увеличение притока зарубежных инвестиций; рост объёмов расчётов в рублях за внешнеэкономические операции и геополитическими факторами.

Что касается казахстанского тенге, с начала года сум ослаб по отношению к нему на **0,84%**. Однако в апреле наблюдалось укрепление сума на 2,47%, до уровня 25,24 сумов за 1 тенге. Такая динамика отражает как влияние внешнеэкономических факторов, так и особенности текущей валютной политики страны.

Изменения	2020	2021	2022	2023	2024	4М '25	Прогнозы	2025	2026	2027
USD/UZS	10,19%	3,44%	3,58%	9,92%	4,71%	0,10%	Министерство экономики и финансов РУз S&P Global	13 250	13 725	14 150
RUB/UZS	-7,93%	4,11%	6,51%	-12,95%	-4,54%	21,59%		13 650	14 350	15 000
KZT/UZS	0,60%	-0,44%	-2,13%	11,67%	-7,91%	0,84%				



## Внутренний фон

4 апреля в Самарканде прошёл первый саммит «Центральная Азия – ЕС» под председательством Президента Шавката Мирзиёева. Участие приняли лидеры пяти стран региона, главы Европейской комиссии, Совета ЕС и крупнейших финансовых институтов Европы. На повестке – укрепление политического диалога, запуск новых инвестиционных проектов, продвижение зелёной энергетики и создание единой ЦА-визы. Отмечено: за последние 7 лет товарооборот региона с ЕС превысил 54 млрд евро, а текущий портфель совместных проектов составляет более 30 млрд. Узбекистан выступил с инициативой создания Инвестплатформы, межпарламентского форума, а также офиса «Горизонт – Европа» и региональной программы по ИИ, big data и цифровизации. Особое внимание также было уделено Транскаспийскому коридору, борьбе с экстремизмом и культурному обмену. Приняты две ключевые декларации – о стратегическом партнёрстве и сотрудничестве в сфере критических минералов.

На Самаркандском саммите президент Европейской комиссии Урсула фон дер Ляйен выделила четыре ключевых направления для сотрудничества между Евросоюзом и Центральной Азией: развитие транспортных коридоров, создание добавленной стоимости от добычи полезных ископаемых, «зеленая» энергия и спутниковый интернет. ЕС предложил инвестировать в развитие инфраструктуры и промышленности региона, а также в проект по созданию водородной энергетики. Глава Еврокомиссии подчеркнула, что саммит открыл новую эру стратегического партнерства между Европой и Центральной Азией.

9 апреля 2025 года на видеоселекторном совещании под председательством Президента Шавката Мирзиёева были обсуждены меры по ускорению реализации туристических и инвестиционных проектов. Экспорт туристических услуг Узбекистана достиг \$3,5 млрд, число иностранных туристов в 2023 году превысило 10 млн человек. За 8 лет в отрасль вложено \$6,5 млрд инвестиций, создано 130 тыс. гостиничных мест. Развивается сеть туристических сёл, строятся международные зоны, такие как горнолыжный курорт «Олтин бел». До 2025 года планируется увеличить число туристов до 15 млн, экспорт – до \$4 млрд. Особое внимание уделяется развитию новых направлений – от экстремального и медицинского до этно- и агротуризма. Упрощаются визовые процедуры, разрабатываются единая цифровая платформа и туристическая карта. Во второй части совещания рассмотрены итоги инвестиционной дипломатии: в I квартале 2025 года достигнуты соглашения на \$39 млрд (по 178 проектам). Ведётся реализация 81 крупного и 8 тыс. средних и малых проектов, планируется привлечь \$42 млрд иностранных инвестиций и \$2 млрд грантов в 2025 году. Приватизация госсобственности, выпуск евробондов, а также серия форумов – от Джизака до Ташкента – должны ускорить вхождение Узбекистана в глобальные рынки. Международные финансовые институты уже финансируют проекты на \$20 млрд.

5 апреля 2025 года на полях 150-й Ассамблеи Межпарламентского союза Президент Узбекистана провёл встречу с делегациями арабских стран. Обсуждены перспективы углубления межпарламентского диалога и многопрофильного сотрудничества. Портфель совместных инвестпроектов превысил \$50 млрд, реализуются инициативы в «зелёной» энергетике, IT, инфраструктуре и туризме. Количество совместных предприятий достигло 500, число авиарейсов – более 150 в неделю. В центре внимания также – подготовка к саммиту «Центральная Азия – Совет Сотрудничества Арабских Государств Залива» в Самарканде и ближневосточная повестка. Также, состоялось встреча президента Шавката Мирзиёева и главы Национального собрания Вьетнама Чан Тхань Маном. Обсуждены вопросы расширения двусторонних связей. Особое внимание было уделено подготовке соглашения о безвизовом режиме, а также запуску программы промышленной кооперации в ключевых отраслях.

Президент Шавкат Мирзиёев 10 апреля принял делегацию Всемирного банка во главе с Анной Бьерде. Обсуждены ключевые направления углубления сотрудничества: поддержка экономических реформ, борьба с бедностью, развития государственно-частного партнерства, приватизация, урбанизация и декарбонизация. Портфель проектов уже превысил \$12 млрд. Всемирный банк выразил готовность расширить поддержку в приоритетных отраслях, включая инфраструктуру, энергетику и интеграцию в ВТО.

Президент Шавкат Мирзиёев ознакомился с предложениями по формированию правовых основ градостроительной реновации в стране. В условиях роста населения Узбекистана на 6 миллионов человек за последние 8 лет, потребность в строительстве новых квартир стала особенно актуальной. Программа реновации направлена на замену устаревших двух- и трёхэтажных домов на современные многоквартирные здания с улучшенной инфраструктурой. Реализация программы пройдет в три этапа, включая определение территорий, разработку проектов, а также строительство и ввод в эксплуатацию новых домов. Эти меры не только улучшат условия проживания для тысяч семей, но и позволят сэкономить до 20 тыс. гектаров земли. Программа также предусматривает развитие торговых и производственных объектов, способствуя экономическому росту регионов.

Президент Шавкат Мирзиёев ознакомился с планами социально-экономического развития Андижанской области на 2025 год. В текущем году в Андижанской области планируется реализовать 166 инвестиционных проектов на сумму 5,7 млрд долларов с созданием 31 тыс. новых рабочих мест и увеличением экспортного потенциала на 1,5 млрд долларов; благодаря этим мерам, а также дополнительному вводу 65 МВт мощностей, регион нацелен на рост экономики на 5,5% и обеспечение занятости 305 тыс. человек.

## Внешний фон

Министерство экологии Узбекистана и Всемирный банк запустило \$153-миллионный проект по восстановлению устойчивых ландшафтов. Работы охватят шесть областей страны, включая масштабные лесопосадки, агролесомелиорацию, внедрение водосберегающих технологий и развитие экотуризма. Проект также предусматривает финансовую поддержку фермеров и создание научной базы Green University для оценки устойчивости сельхозпрактик.

Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана (УзКРИ) привлечёт \$30 млн в национальной валюте от Азиатского банка развития (АБР) для развития инклюзивной и «зелёной» ипотеки, включая рефинансирование кредитов коммерческих банков с акцентом на займы для женщин и экологичную реновацию. Проект направлен на расширение доступа к жилью для женщин и молодёжи, а также усиление сотрудничества с АБР в сферах малого и среднего бизнеса (МСБ), энергетики, образования и устойчивого развития.

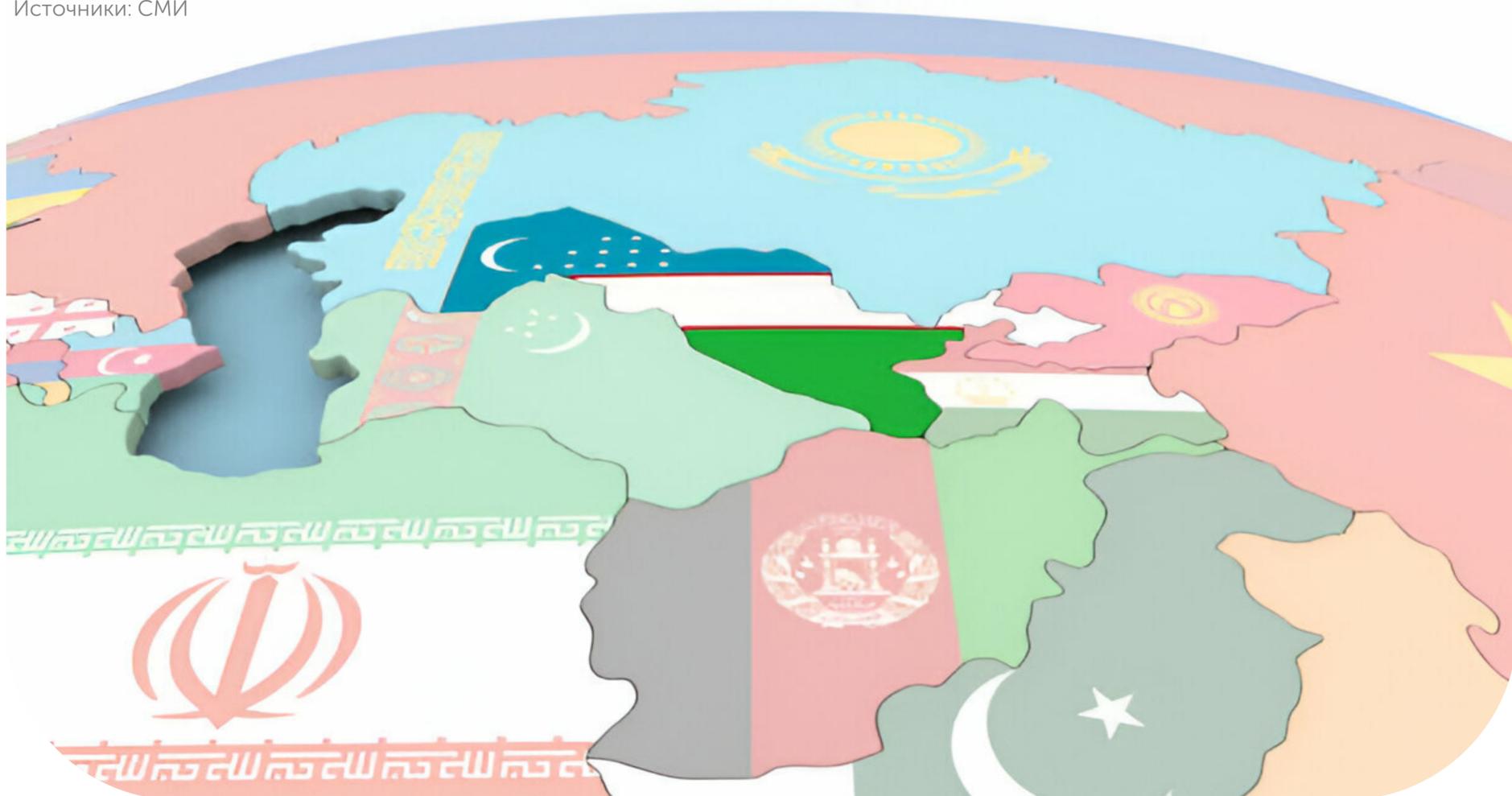
Азиатский банк развития (АБР) и Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ) выделяют \$2 млн на разработку технико-экономического обоснования для строительства зеленого энергокоридора через Каспийское море. Проект объединит энергосистемы Узбекистана, Казахстана и Азербайджана и обеспечит экспорт чистой электроэнергии в Европу. В разработке участвуют также Грузия, Румыния, Болгария и Венгрия, а финансирование от международных банков поможет ускорить реализацию проекта.

Президент Шавкат Мирзиёев подписал закон о присоединении Узбекистана к соглашению об учреждении ЕАБР. Документ прошёл парламентское одобрение и открывает правовые основы для участия

страны в деятельности банка. Узбекистан намерен приобрести 10% акций ЕАБР и открыть в Ташкенте страновой офис. Банк будет работать по международным стандартам, анализируя экономическую и инвестиционную среду региона.

24 апреля 2025 года в Конгресс-центре комплекса «Silk Road Samarkand» состоялись переговоры между Президентом Республики Узбекистан Шавкатом Мирзиёевым и Национальным лидером туркменского народа, Председателем Халк Маслахаты Туркменистана Гурбангулы Бердымухамедовым, с участием официальных делегаций. Во время встречи лидер Туркменистана передал главе Узбекистана приветствия и наилучшие пожелания от Президента Туркменистана Сердара Бердымухамедова. Обсуждены важные вопросы укрепления узбекско-туркменских отношений в различных областях, включая политику, торговлю, экономику, транспорт и культуру. Отмечено динамичное развитие двустороннего сотрудничества, с ростом взаимного товарооборота, который в прошлом году составил 1,1 миллиард долларов. Стороны договорились о повышении объема торговли до 2 миллиардов долларов в ближайшие годы, а также о создании приграничной торговой зоны «Шават-Дашогуз». Особое внимание уделено проведению культурных и гуманитарных мероприятий, а также организации третьего Форума регионов в Хиве и Дней культуры Туркменистана в Узбекистане. В ходе переговоров обсуждены планы по проведению предстоящих саммитов в формате «Центральная Азия плюс» и седьмой Консультативной встречи глав государств Центральной Азии в Ташкенте, а также важность предстоящего Форума в Ашхабаде в рамках Международного года мира и доверия, инициированного Туркменистаном.

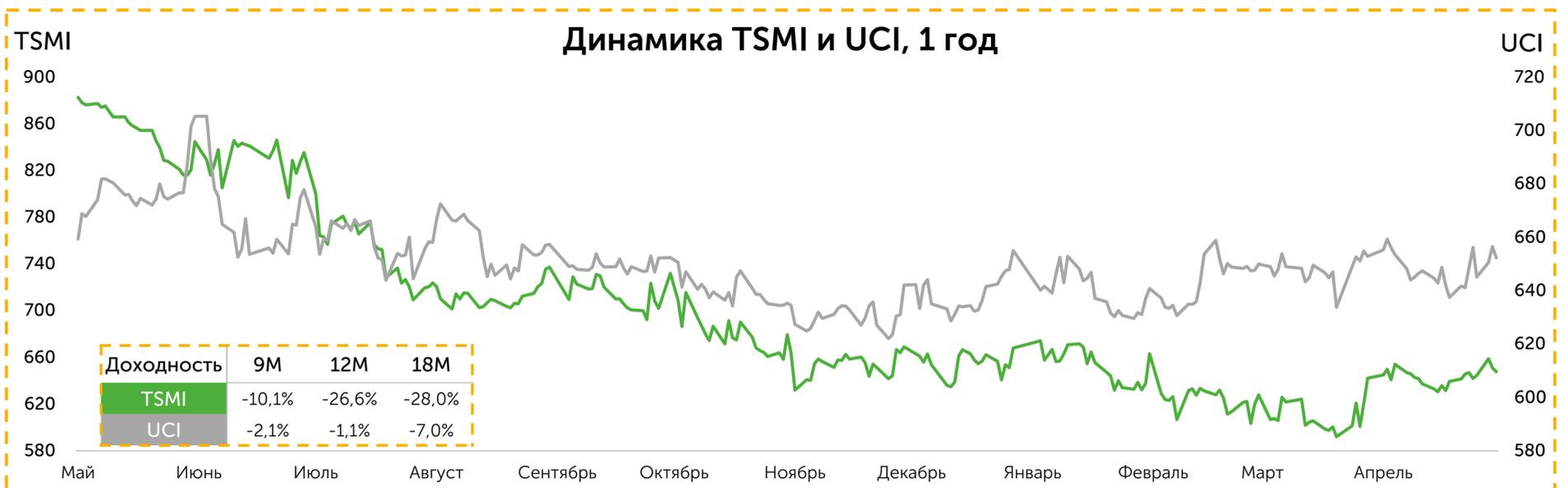
Источники: СМИ



## Рынок акций

Наш индекс Tashkent Stock Market Index (TSMI) включает 7 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 **94 акций эмитентов** по состоянию на 1 апреля 2025 года. При этом **64** из этих акций представляют компании с государственной долей участия.

В начале второго квартала была проведена ребалансировка индекса TSMI. В соответствии с установленными критериями ликвидности, с 1 апреля 2025 года из состава индекса были исключены акции Кизилкумцемента (QZSM), Ипак Йули Банка (IPKY), Трастбанка (TRSB) и Ипотека Банка (IPTB). После ребалансировки индекс TSMI открыл квартал с отметки 645 пунктов (по сравнению с 642 пунктами 28 марта). В первой половине апреля наблюдалась волатильность: 17-18 апреля 2025 года оба индекса достигли локального минимума — 632 пункта по TSMI и 638 пункта по UCI. Однако уже к концу месяца TSMI сумел восстановиться, закрыв период на отметке **648 пунктов (+0,88%** по сравнению с началом апреля), тогда как UCI незначительно снизился до **652 пунктов (-0,46%)**. Таким образом, несмотря на краткосрочные колебания, индекс TSMI показал умеренный рост, отражая восстановление активности на отдельных сегментах рынка, тогда как динамика UCI оставалась сдержанной. Общий объем торгов составил **19,4 млрд сум**, при этом на сделки с бумагами, входящими в индекс TSMI, пришлось **23,6% (4,6 млрд сум)** от общего объема.



## Статистика по бумагам в покрытии

Тикер	28.03.2025	30.04.2025	изм. %	YTD
<b>TSMI Index</b>	<b>642,26</b>	<b>647,91</b>	<b>0,88%</b>	<b>-3,04%</b>
URTS	3 184,00	3 595,00	12,91%	-1,51%
UZTL	5 009,00	5 454,00	8,88%	34,67%
HMKB	23,00	23,50	2,17%	-3,65%
UZMK	4 143,00	4 000,00	-3,45%	-6,98%
UZMT	68 999,90	61 500,00	-10,87%	-15,17%
CBSK	2,50	3,37	34,80%	71,94%
UNVB	8 885,00	8 692,00	-2,17%	-2,34%



## Изменение по бумагам в покрытии

По итогам апреля 2025 года индекс TSMI продемонстрировал умеренный рост благодаря увеличению котировок четырех из семи акций, входящих в его состав.

Фаворитом стали акции **Торгового комплекса Чиланзар (CBSK)**, которые продемонстрировали впечатляющий рост на 34,80%, достигнув уровня 3,37 сум. Существенный рост котировок был обусловлен проведением общего годового собрания акционеров, на котором были подведены итоги 2024 года и принято решение об увеличении капитализации в соотношении 1:1. С начала года акции CBSK выросли на 71,94%.

Капитализация **Товарно-сырьевой биржи (URTS)** выросла на 12,91%. В первой половине месяца акции торговались в диапазоне 3 070–3 100 сум, не демонстрируя признаков восстановления после мартовской коррекции. Однако во второй половине апреля бумаги начали расти, достигнув локального максимума в 3 600 сум и завершив месяц на отметке 3 595 сум. Общий объем торгов составил 2,6 млрд сум, что соответствует 57% совокупного оборота по индексу.

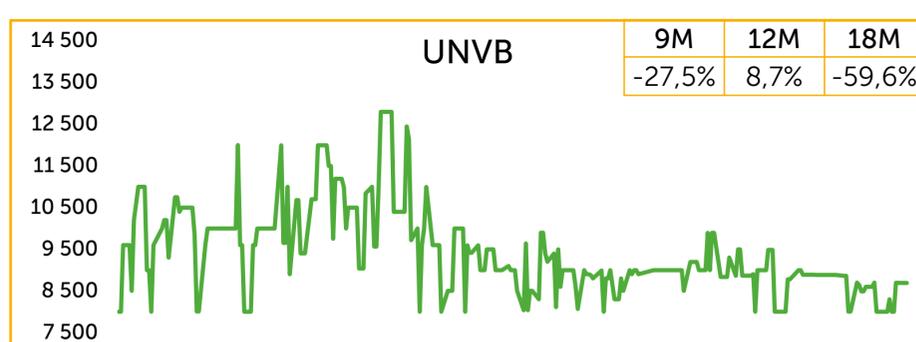
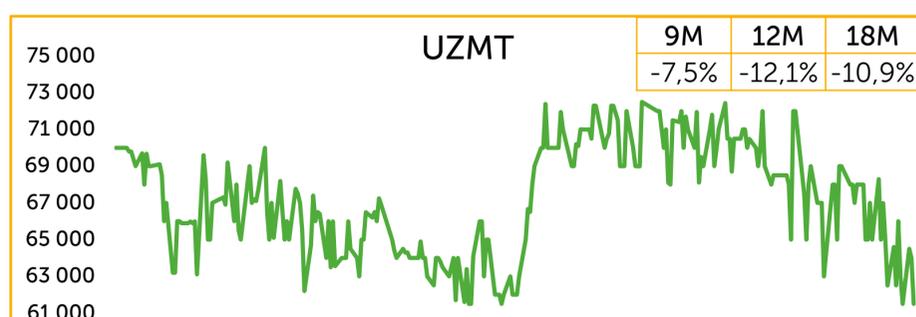
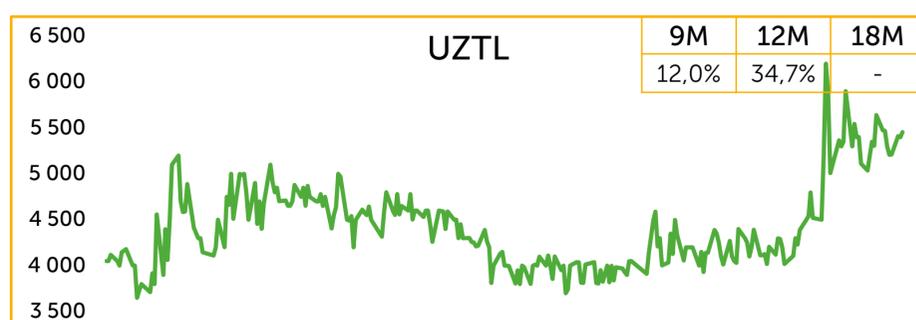
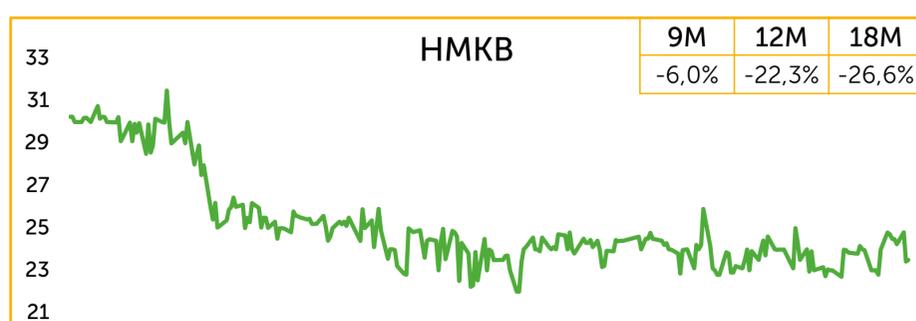
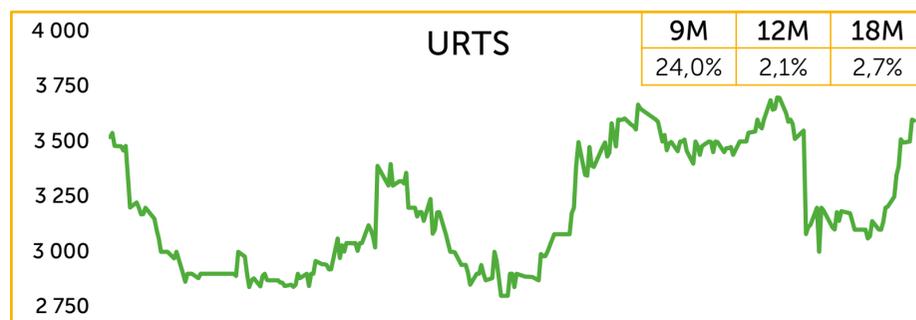
Акции **Узбектелекома (UZTL)** также показали уверенный рост — на 8,88%. После достижения уровня 6 200 сум в конце марта бумаги стабилизировались выше 5 000 сум. В течение апреля они торговались в диапазоне 5 037–5 900 сум, а закрылись на отметке 5 454 сум. С начала года прирост составил 34,67%.

**Хамкорбанк (НМКВ)** продемонстрировал умеренный рост — на 2,17%. Несмотря на сильные результаты за первый квартал 2025 года, котировки оставались стабильными и завершили месяц на уровне 23,50 сум.

Аутсайдером месяца стали акции **Узавтомоторса (UZMT)**, которые претерпели снижение на 10,87%. Котировки двигались разнонаправленно, но общий тренд оставался нисходящим. В течение месяца бумаги подешевели на 6 500 сум, завершив период на уровне 61 500 сум — значении, в последний раз зафиксированном 24 октября 2024 года.

Акции **Узметкомбината (UZMK)** торговались в боковом диапазоне и закрылись на уровне 4 000 сум, снизившись на 3,45%.

Бумаги **Универсалбанка (UNVB)** отличались низкой активностью и высокой волатильностью, завершив месяц на отметке 8 692 сум (-2,17%).



## 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
БИОК	АО "Биокиме"	Химическая промышленность	20 202,02	30 979,00	53,3%	Покупать
IPTV	АКИБ "Ипотека-банк"	Финансовые услуги	1,13	1,27	12,4%	Держать
TRSB	ЧАБ "Трастбанк"	Финансовые услуги	8 399,99	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
UNVB	АКБ "Универсалбанк"	Финансовые услуги	8 885,00	4 186,00	-	Фиксировать прибыль

\*во время сезона отчетности целевые цены могут измениться

## Календарь дивидендов

Эмитенты	Дата принятия решения	Дивиденд на одну акцию (UZS)	Дата начала	Дата окончания
АО «УзРТСБ»	19/03/2025	382	20/03/2025	16/05/2025
АО «Торговый комплекс Чиланзар»	08/04/2025	0,35	08/04/2025	08/06/2025

В Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» внесены изменения и дополнения.

В частности, в главе 6 «Выплата дивидендов», в статье 51 «Порядок выплаты дивидендов» исключено положение, согласно которому «дивиденд, не востребованный владельцем или его законным правопреемником либо наследником в течение трёх лет, по решению общего собрания акционеров остаётся в распоряжении общества».

Вместо него введена новая норма, согласно которой «выплата дивидендов осуществляется автоматически через Центральный депозитарий ценных бумаг или инвестиционных посредников на имеющийся банковский счёт акционера в порядке, установленном актами законодательства. При этом акционерное общество не вправе требовать от акционера заявления о выплате дивидендов».

Таким образом, теперь дивиденды по акциям будут выплачиваться акционеру автоматически, без необходимости подачи заявления эмитенту, значительно упрощая процесс и делая его более удобным для владельцев акций.

## Рынок облигаций

В апреле на долговом вторичном рынке проходили торги по **9 выпускам облигаций шести эмитентов**. Кроме того, продолжается размещение трёх выпусков, и по состоянию на 30 апреля 2025 года размещено:

58,8% — ООО МФО «AGAT CREDIT»  
36,3% — ООО МФО «DELTA»  
20,3% — ИП ООО «MAKESENSE»

За рассматриваемый период на первичном и вторичном рынках было проведено **1 385 сделок** с общим объемом торгов в **94,5 млрд сум**:

UZUMN2B — 63,2 млрд сум (6 сделок);

ACMT1B — 23,6 млрд сум (1 099 сделок);

DMMT2B — 3,6 млрд сум (24 сделок);

BFMT3V3 — 2,4 млрд сум (39 сделок);

Остальные — 1,5 млрд сум (217 сделок).

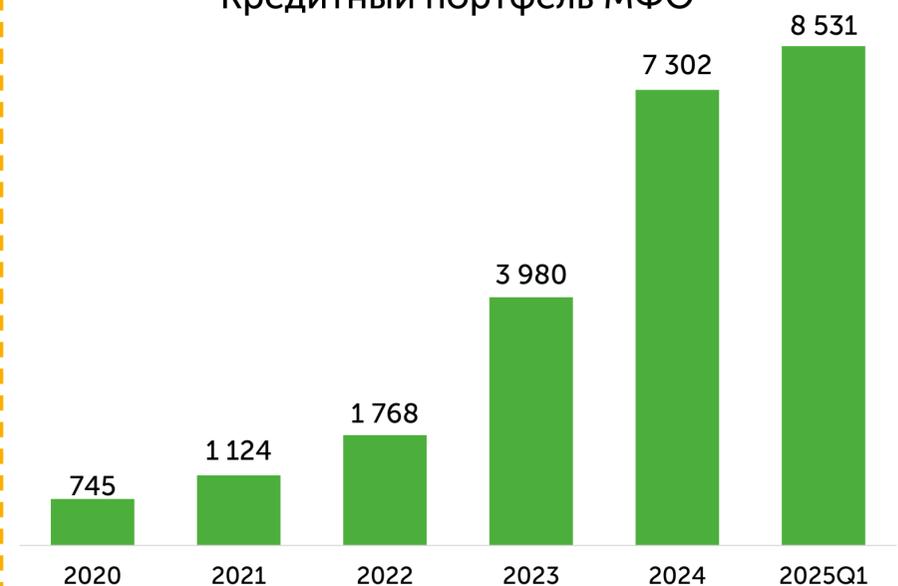
В дополнении, облигации Хамкорбанка (НМКВ1) были погашены 25 апреля 2025 года.

### Рынок МФО.

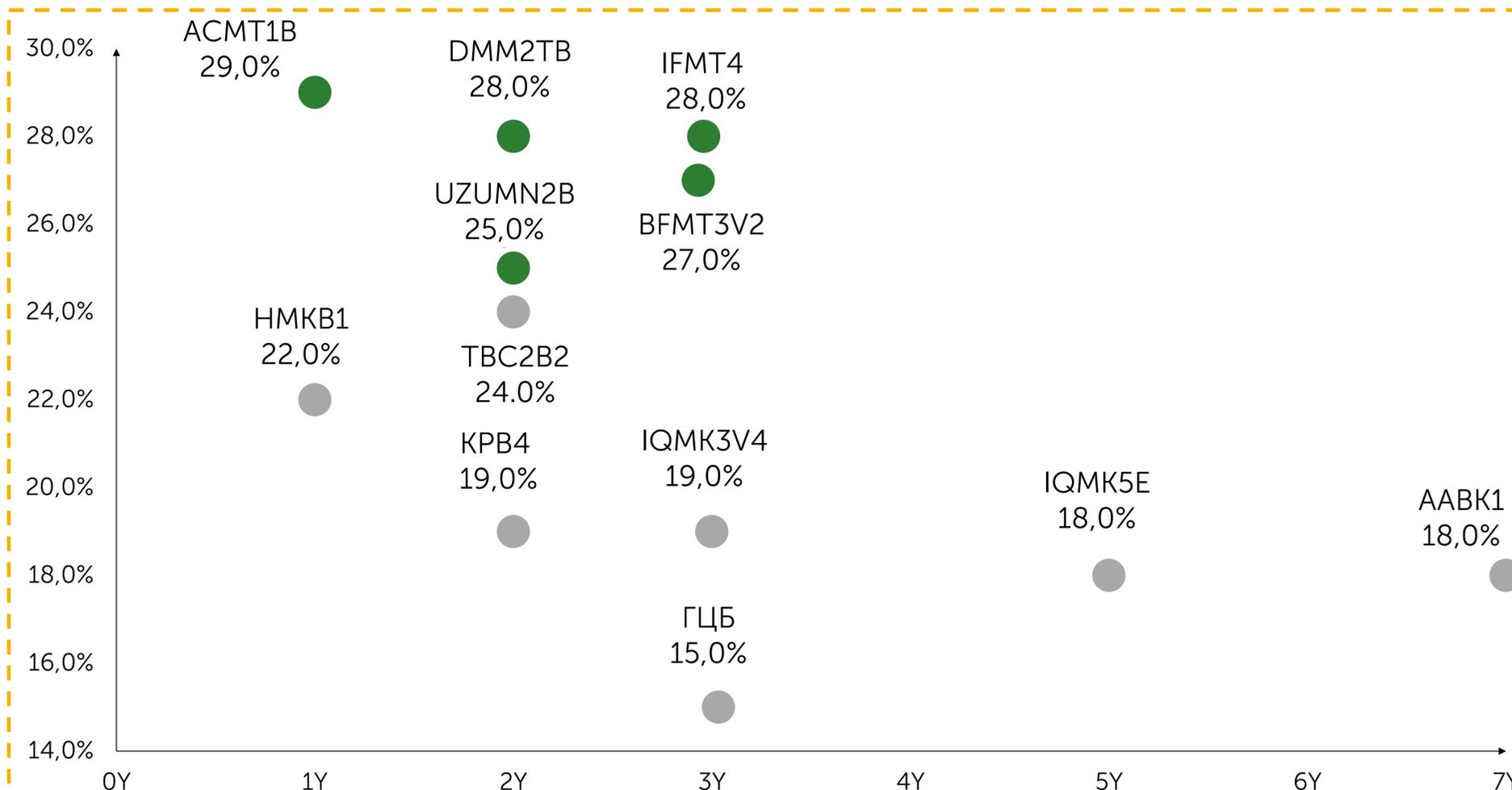
По состоянию на 1 апреля 2025 года совокупный кредитный портфель микрофинансовых организаций (МФО) достиг 8,5 трлн сум, что выше на 79,8% за аналогичный период 2024 года, а сначала текущего года портфель вырос на 13,1%. Проблемные кредиты (NPL) также продемонстрировали рост на 0,3 процентных пункта, достигнув уровня 2,4%, что эквивалентно 204,8 млрд сум.

Компания	ООО "Agat Credit mikromoliya tashkiloti"
Код ценной бумаги	UZ6058977AA8
Тикер	ACMT1B
Годовая доходность	29%
Выплата купона	Ежемесячно
Дата размещения	02.04.2025
Дата погашения	02.04.2026
Дней до погашения	365
Обеспечение	Отсутствует
Рейтинг	uzA+

### Кредитный портфель МФО



### Купонные ставки на рынке, % годовых



В корпоративном секторе произошёл ряд событий, направленных на развитие фондового рынка и повышение инвестиционной привлекательности.

21 апреля 2025 года Президент Шавкат Мирзиёев подписал Постановление «О приватизации крупных предприятий с участием государства на международных рынках». Документ предусматривает приватизацию в 2025–2026 годах **29 крупных предприятий с государственной долей от 41% до 100%**, а также **12 компаний с долей государства от 10% до 25%** в период 2025–2028 годов через механизмы IPO и SPO. Публичное размещение акций планируется как на международных, так и на отечественном фондовом рынке, что создаст возможности для привлечения прямых и портфельных инвестиций в экономику страны.

Непосредственно перед этим, 17 апреля 2025 года, Национальное агентство перспективных проектов (НАПП) выдало лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в качестве доверительного управляющего инвестиционными активами компании ИП ООО «Franklin Templeton Asset Management».

Ещё в феврале 2025 года дочерняя структура холдинга — **Templeton Global Investments** — была назначена доверительным управляющим **Национального инвестиционного фонда (НИФ) Узбекистана**. В состав НИФ входят 18 крупных государственных компаний, совокупная стоимость которых оценивается Franklin Templeton в 1,5 млрд долларов.

**Franklin Templeton поручено подготовить НИФ, входящие в него госпредприятия к размещению их акций на местных и международных биржах.**

### **Выпуск облигации на международном рынке.**

**Alif.** Финтех-компания Alif успешно разместила исламские облигации в форме сукук на сумму \$5 млн, что стало первым шагом в рамках программы на \$50 млн. Это первый выпуск исламских облигаций в Узбекистане, что способствует развитию исламских финансовых инструментов в Центральной Азии. Облигации имеют срок обращения 3 года и выпущены в форме Сукук аль-Мудароба. Размещение произошло на международном рынке Люксембурга. Привлеченные средства будут направлены на развитие сервиса Nasiya, предоставляющего рассрочку для потребителей в Узбекистане.

**Узбекнефтегаз.** Компания разместила крупнейший выпуск еврооблигаций на \$850 млн сроком на 5 лет с доходностью 8,75% годовых — почти вдвое выше уровня 2021 года (4,75%). Размещение вызвало высокий интерес инвесторов: объем заявок составил \$1,9 млрд, что позволило снизить купонную ставку на 37,5–50 базовых пункта. Покупателями стали банки, инвестфонды и страховые компании из США, Великобритании, Европы и Азии. В сделке участвовали JP Morgan, MUFG, Deutsche Bank и другие. Бонды будут обращаться на Лондонской фондовой бирже. Привлеченные средства направят на рефинансирование долгов, капитальные вложения и операционные расходы. Выпуск получил рейтинг «В+» от S&P.

### **Финансовые результаты по итогам 2024 года и I квартала 2025 года.**

**UZTL.** По итогам 2024 года Узбектелеком увеличил свою выручку на 14,20% до 8,96 трлн, однако валовая прибыль уменьшилась на 0,71%, составив 2,62 трлн сум, что связано с ростом себестоимости реализованной продукции (+21,77%). Прибыль от основной деятельности компании снизилась на 59,09% до 488 млрд сум, из-за увеличения прочих операционных расходов на 86,16% до 1,07 трлн сум. При этом, чистая прибыль компании составила 41,62 млрд сум (+63,9%) . Совокупные активы компании увеличились на

25,50% до 13,06 трлн сум, в то время как обязательства выросли: статья краткосрочных обязательств увеличилась на 2,99% до 3,80 трлн сум, а долгосрочных - на 58,55%, достигнув уровня 6,77 трлн сум.

**НМГК.** В 2024 году чистая прибыль «Навоийского горно-металлургического комбината» (НМГК) составила \$2,1 млрд, что на 40% больше по сравнению с предыдущим годом. Выручка компании выросла на 29,8%, достигнув рекорда в \$7,4 млрд, а скорректированная EBITDA увеличилась на 39,4%, составив \$4,6 млрд. Рентабельность улучшилась с 58% до 62% благодаря росту цен на золото, опережающему росту затрат. Издержки на производство составили \$979 за унцию, что на \$113 больше, чем в 2023 году. Капитальные вложения в расширение и разведку месторождений составили \$914 млн, увеличившись на 34,6%. Финансовая устойчивость компании улучшилась, соотношение чистого долга к EBITDA снизилось с 0,7х до 0,5х. При этом в первом квартале 2025 года «Навоийский горнометаллургический комбинат» (НМГК) увеличил объем выпуска продукции до 27,8 трлн сумов, при этом объем производства золота остался на уровне 753,5 тыс. унций. Основной вклад в рост стоимости продукции внесли повышенные цены на золото, составившие \$2800 за унцию. В рамках инвестиционной программы НМГК освоил \$118,4 млн, создав 697 новых рабочих мест. Локализация производства позволила выпустить продукцию на 349,8 млрд сумов, а оптимизация затрат снизила себестоимость на 786 млрд сумов.

**Apex Insurance.** По итогам 2024 года APEX INSURANCE удвоила чистую прибыль до 327 млрд сумов по сравнению с 2023 годом, а рентабельность капитала (ROE) достигла 42%. Собственный капитал вырос до 778 млрд сумов, активы превысили 2,6 трлн сумов, а страховые сборы достигли 2,7 трлн сумов (+37%). Компания значительно нарастила выплаты (+52%) и расширила клиентскую базу до 1,1 млн. Высшие рейтинги от Ahbor-Reyting и SNS Ratings, а также повышение международного рейтинга S&P до уровня суверенного — «BB-» подтверждают устойчивость и надежность APEX INSURANCE.

**НМКВ.** В I первом квартале 2025 года кредитный портфель Хамкорбанка увеличился на 17,35% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, достигнув 19,30 трлн сум. Совокупные активы выросли на 36,2% г/г — до 29,6 трлн сум, а обязательства банка — до 24,0 трлн сум. Процентные доходы увеличились на 27,2% г/г, составив 1,20 трлн сум, при этом процентные расходы также выросли на 25,0% до 662,7 млрд сум. Несмотря на рост расходов, «чистые доходы после оценки возможных убытков по кредитам и лизингу» выросли на впечатляющие 103,1% — до 265,4 млрд сум. Операционные расходы банка составили 383,0 млрд сум (+37,4% г/г), а чистая прибыль до уплаты налогов составил 481,6 млрд сум. В результате чистая прибыль банка за первый квартал 2025 года составила 393,4 млрд сум (+30,4% г/г).

**UNVB.** В I первом квартале 2025 года активы Универсалбанка выросли на 41,5% до 3,45 трлн сум по сравнению с аналогичным периодом 2024 года, из них 51,0% приходится на кредитный портфель, который также вырос существенно на 36,8% г/г по итогам периода. Обязательства увеличились на 40,1% г/г до 2,7 трлн сум. Процентные и беспроцентные доходы показали рост на 39,6% и 82,3% соответственно. По статье оценивания возможных убытков по кредитам и лизингу наблюдалось снижение на 65,1% г/г до 2,73 млрд сум, что повлияло на резкий рост (+57,2% или 40,9 млрд сум) чистых процентных доходов. Беспроцентные расходы банка увеличились на 168,6% г/г до 98,2 млрд сум, за счет роста комиссионных расходов и убытков в инвалюте — в 2,5 и 4,0 раза соответственно. Операционные расходы увеличились на 33,6% до 54,67 млрд сум, а чистая прибыль до уплаты налогов составил 91,28 млрд сум. В итоге чистая прибыль банка составила 72,97 млрд сум (+53,2% г/г).

**CBSK.** По итогам 2024 года совокупные активы Торгового комплекса Чиланзар выросли на 0,91% до 157,9 млрд сум, при этом обязательства снизилась на 52,93% до 10,1 млрд сум. Выручка компании уменьшилась на 26,29% или 27,6 млрд сум. Несмотря на снижение операционной прибыли на 12,77% до 38,1 млрд сум, её маржа выросла на 49,25% (против 41,62% в 2023 году). Чистая прибыль составила 30,5 млрд сум (-12,66%) за прошлый год, также маржа чистой прибыли выросла до 39,40% (33,25% в 2023 году). Вдобавок, по итогам годового общего собрания акционеров было принято решение об увеличении уставного капитала путем выпуска дополнительных акций по закрытой подписке среди акционеров, включённых в реестр по состоянию на пятый день с даты государственной регистрации выпуска. Распределение акций будет осуществлено пропорционально количеству и типу ранее принадлежащих акций в соотношении 1:1. Также утверждено направить 15,26 млрд сум из чистой прибыли за 2024 год на выплату дивидендов (в размере 0,35 сум на акцию), а 15,17 млрд сум — на увеличение уставного капитала за счёт его собственного капитала. Из нераспределённой прибыли прошлых лет (35,22 млрд сум) решено выделить 31,07 млрд сум на выпуск дополнительных акций и оставить 4,15 млрд сум в резерве для возможного последующего увеличения уставного капитала.

**Uzum Bank.** Совокупные активы Узум банка выросли на 85,8% по сравнению с первым кварталом 2024 года, составив 1,16 трлн сум. Кредитный портфель банка увеличился на 156,1% г/г, достигнув 126,7 млрд сум, что составляет 10,8% от общего объема активов. Процентные доходы банка выросли на 184,1%, составив 12,5 млрд сум, а беспроцентные доходы увеличились на 289,9% г/г, достигнув 256,2 млрд сум. Это произошло благодаря росту комиссионных доходов на 165,5%, которые составили 159,8 млрд сум. Несмотря на рост операционных расходов на 299,8% г/г, чистая прибыль банка увеличилась до 37,8 млрд сум, что является улучшением на 361,6% г/г.

**ИПТВ.** По итогам первого квартала 2025 года Ипотека банк сократил свой кредитный портфель на 11,8%, снизив его до 32,6 трлн сум по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. Активы банка увеличились на 6,3% г/г, составив 50,5 трлн сум, при этом обязательства выросли на 8,2%. Процентные и беспроцентные доходы банка продемонстрировали рост на 7,3% и 57,4% соответственно. В то же время процентные расходы увеличились на 16,6% г/г, достигнув 616,1 млрд сум, что было связано с ростом расходов по депозитам на 45,4% г/г. Оценка по возможным

убыткам по кредитам и лизингу возросла на 74,5% г/г, что привело к более чем двукратному снижению чистого дохода по этой статье (-799,7 млрд сум). Операционные расходы банка увеличились на 9,34% г/г, составив 411,0 млрд сум, а чистый убыток составил 30,7 млрд сум, что является ухудшением на 946,1% г/г.

**SQBN.** Узпромстройбанк (SQBN) отчитался за первый квартал ростом кредитного портфеля на 16,7% г/г, до 68,84 трлн сумов. Общий объем активов увеличился на 21,9% г/г, до 93,43 трлн сумов. Процентные доходы сократились на 0,9% г/г, до 2,52 трлн, на фоне снижения прочих процентных доходов на 98,6% г/г. Процентные расходы уменьшились на 4,3%, до 1,7 трлн сумов. Однако из-за увеличения оценочных резервов по возможным убыткам по кредитам и лизингу на 35,7%, чистый процентный доход по данной статье снизился более чем вдвое. Беспроцентные доходы выросли на 33,8% г/г, до 2,07 трлн, а соответствующие расходы повысились на 18,4%. Тем не менее эмитент увеличил чистую прибыль на 18,9%, до 403,98 млрд сумов.

**ИРКУ.** Банк продемонстрировал уверенный рост активов и устойчивую прибыльность на фоне увеличения кредитного портфеля и снижения ожидаемых потерь по кредитным убыткам. Общий объем активов банка увеличился на 30,6% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года, достигнув 23,2 трлн сум. Основную долю (62,7%) занимает кредитный портфель, объем которого вырос на 19,8% г/г — до 14,5 трлн сум. Обязательства также показали прирост на 30,8%, составив 19,3 трлн сум, что отражает как рост депозитной базы, так и расширение источников фондирования. Процентные доходы увеличились на 30,1% г/г, достигнув 1,17 трлн сум. Процентные расходы также продемонстрировали сопоставимый рост — на 31,2% г/г, что в значительной мере обусловлено увеличением расходов по депозитам на 98,1% г/г — до 216,9 млрд сум. Несмотря на это, благодаря более чем двукратному снижению оценок возможных убытков по кредитам и лизингу, чистые процентные доходы увеличились на 163,1% г/г, достигнув 340,9 млрд сум. В то же время беспроцентные доходы снизились на 16,0% г/г — до 376,7 млрд сум, что, в свою очередь, привело к сокращению прочих беспроцентных доходов на 59,5%. Беспроцентные расходы выросли на 51,8% г/г, главным образом за счёт увеличения расходов по комиссионным операциям (+46,1% г/г) и убытков от переоценки валютных операций (+85,1% г/г). Несмотря на рост операционных расходов на 34,2% г/г — до 286,4 млрд сум, банк завершил первый квартал текущего года с ростом чистой прибыли на 20,7% г/г — до 280,4 млрд сум.

*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.*