



Ежемесячный инвестиционный обзор

Выпуск №5 Май



1135
ffin.uz

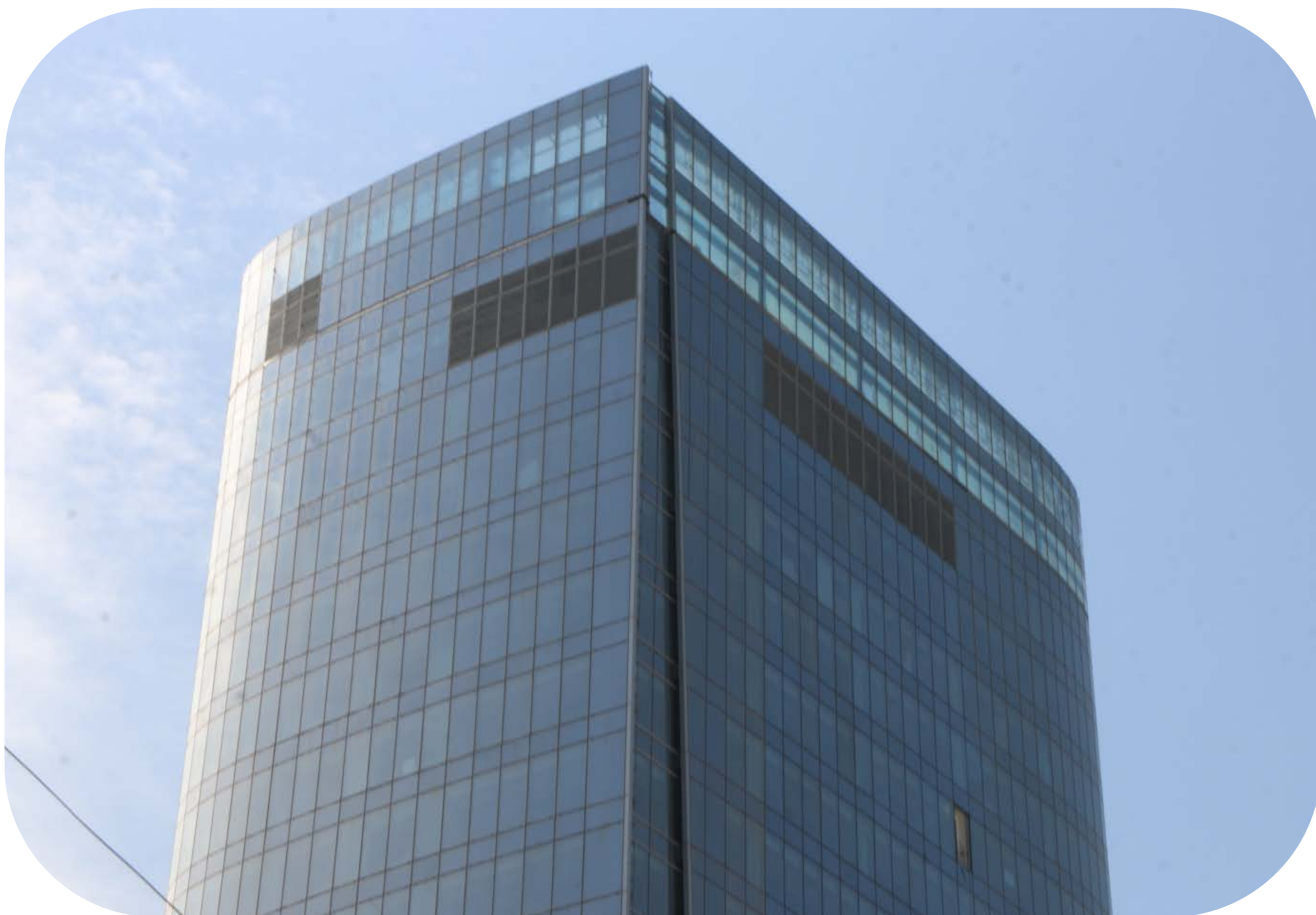


Рост экономики Узбекистана и её стремительное развитие на фоне масштабных реформ открывают новые возможности для инвесторов, стремящихся диверсифицировать свои вложения. В ответ на растущий интерес мы представляем обзор макроэкономической среды страны, а также динамику фондового и валютного рынков на 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	6-7
Курс валют	8
Прогнозы ВВП	9-10

НОВОСТИ ЭКОНОМИКИ

Внутренний фон	11
Внешний фон	12

ФОНДОВЫЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

Рынок акций	13
Изменение по бумагам в покрытии	14
Рекомендации по акциям в покрытии	15
Рынок облигаций	16
Корпоративные новости	17

Ключевые события

Экономика Узбекистана демонстрирует устойчивый рост, укрепляя свои макроэкономические показатели. Благодаря реформам и инвестициям страна уверенно движется вперед, создавая новые возможности для бизнеса и граждан.

Внешняя торговля. В апреле 2025 года Узбекистан установил торговые отношения с 10 странами мира, увеличив количество стран партнеров до **183**. За 4 месяца текущего года внешнеторговый оборот (ВТО) страны увеличился на **16,3%** в годовом выражении, достигнув уровня **24,6 млрд долларов**.

Основные торговые партнеры Узбекистана, (доля от ВТО)			
КНР	17,0%	Афганистан	2,0%
Россия	15,1%	Франция	1,9%
Казахстан	5,7%	Германия	1,7%
Турция	3,4%	Индия	1,6%
Республика Корея	2,4%	ОАЭ	1,3%

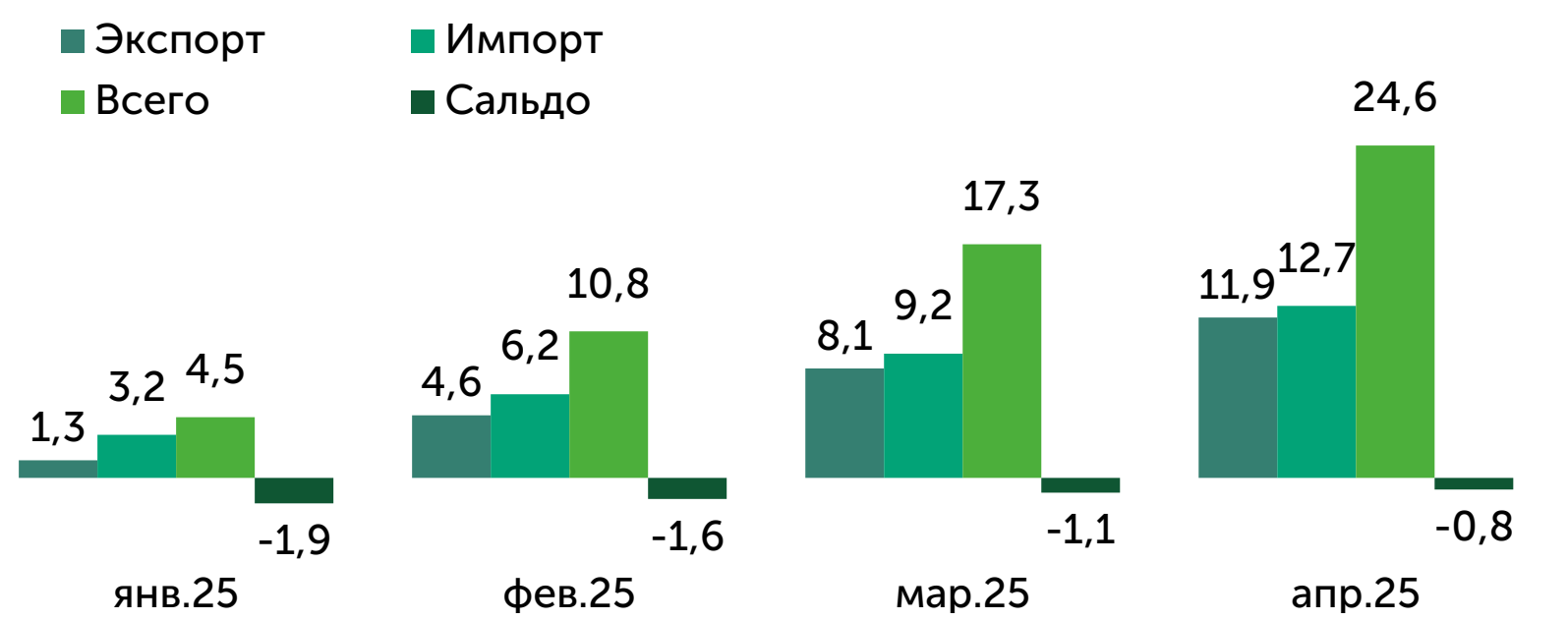
Экспорт. В январе–апреле 2025 года экспорт вырос на **35,1%** в годовом сопоставлении, достигнув **\$11,9 млрд**. Ключевые статьи экспорта:

- Золото – объем поставок составил \$5,5 млрд (+60,1% г/г), что обеспечило 46,1% общего экспорта.
- Услуги – рост на 36,4% г/г до \$2,5 млрд (21,1% от общего объема).
- Промышленные товары – несмотря на долю в 10,1% от общего экспорта, их поставки сократились на 10,7% г/г, составив \$1,2 млрд.

Импорт. В первых четырех месяцах текущего года было импортировано **\$12,8 млрд**, что на **2,9%** больше аналогичного периода 2024 года. Ключевые статьи импорта:

- Машины и транспортные оборудования – сокращение на 5,1% г/г до \$4,3 млрд (33,9% от общего объема).
- Промышленные товары – рост составил 5,0% г/г до \$2,1 млрд (16,3% от общего объема).
- Химическая продукция – увеличение поставок на 7,7% г/г до \$1,6 млрд (13,0% от общего импорта).

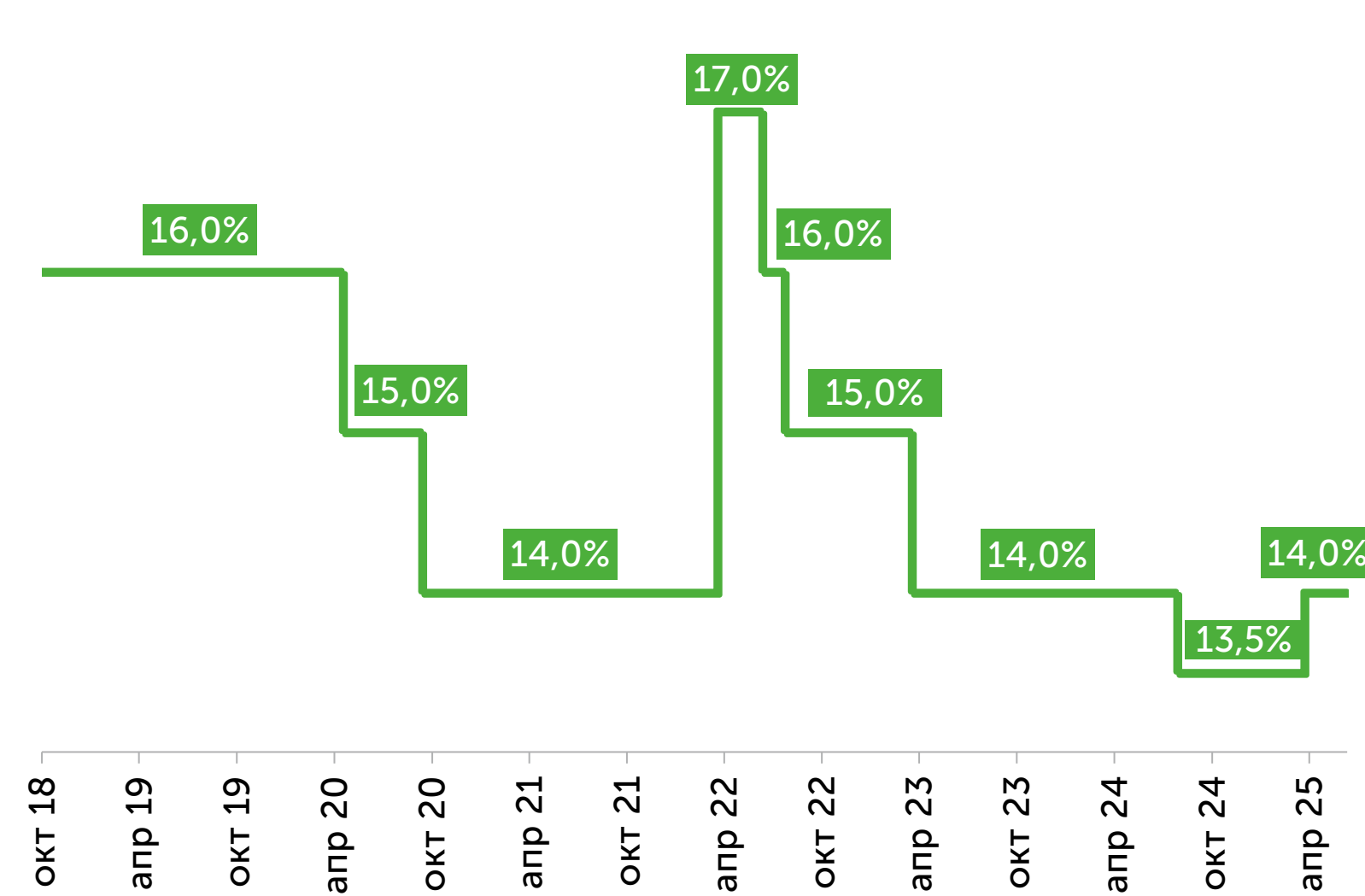
Внешняя торговля, млрд долларов



Благодаря этим результатам в апреле наблюдалось существенное снижение отрицательного баланса, который составил 846,3 млн долларов (-76,4% г/г).

Ключевая ставка и инфляция. На данный момент ключевая ставка Центрального банка составляет **14,0%**. Следующее заседание правления ЦБ назначено на 12 июня 2025 года. Вопреки резкому скачку месячной инфляции в мае, снижение **годовой инфляции в мае до 8,7% (мин. значение за последние 12 месяцев)** может быть поводом сохранить базовую ставку на текущем уровне. Такое замедление инфляции, в первую очередь, объясняется исчерпанием эффекта высокой базы, сформировавшегося в мае прошлого года после первого этапа повышения тарифов на энергоносители.

Динамика ключевой ставки с 2020 г.

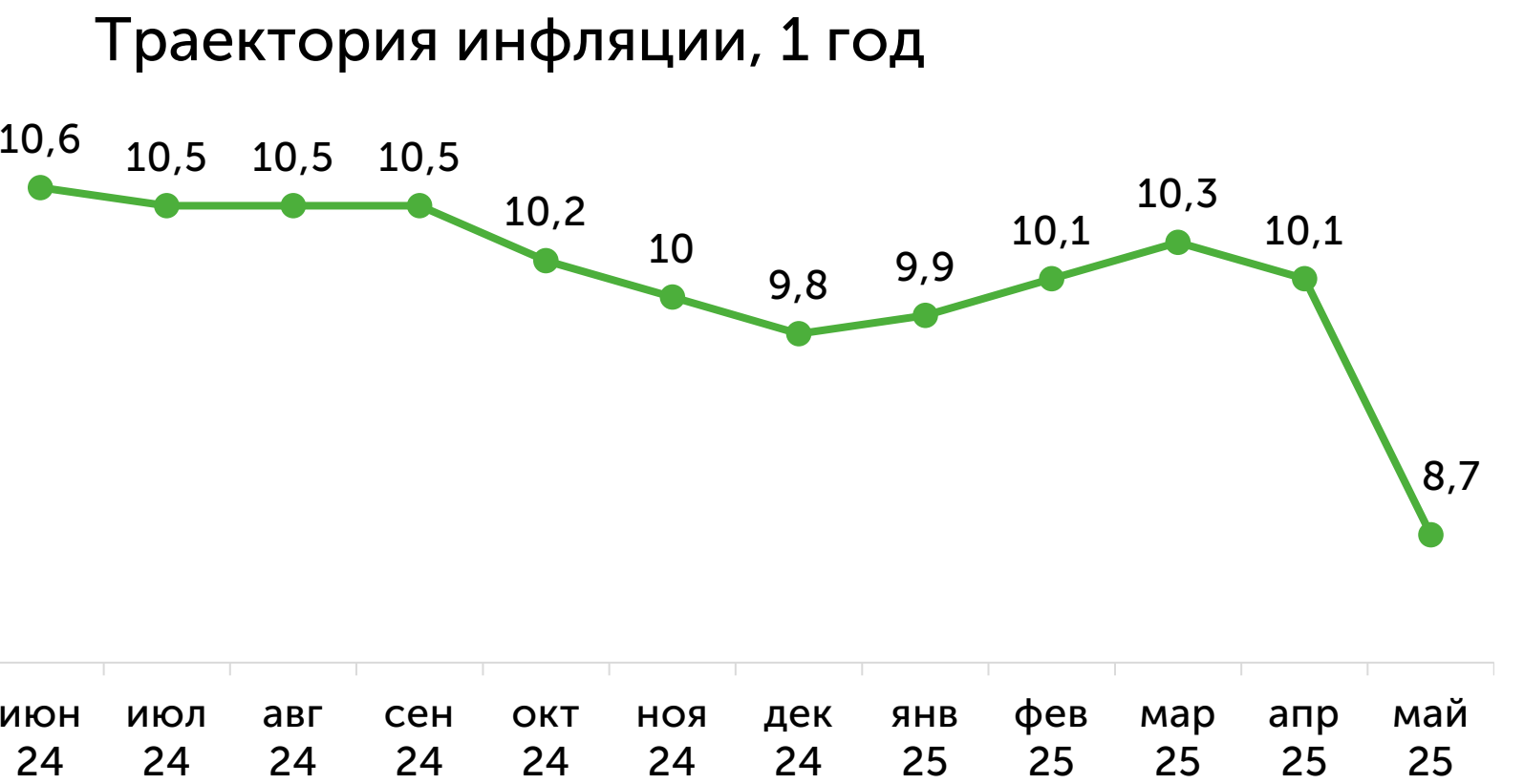


При этом стоит отметить, что государство существенно снизило совокупный объем субсидий в I квартале 2025 года до 8 трлн сум (-28% по сравнению с I кв. 2024г.), в том числе в сфере энергетики. Из этой суммы 4,39 трлн сум составили субсидии на газ (было 8,06 трлн). Такое снижение может поддержать повышательный тренд роста издержек для населения и бизнеса в следующих месяцах. На этом фоне ЦБ пока воздержится от изменения уровня ставки и продолжит наблюдать за месячной динамикой цен в июне-июле для подтверждения ценового давления, вероятно отразив это в более жесткой риторике пресс релиза.

Другой причиной для сохранения текущей ставки служит пересмотр инфляционного прогноза до конца года в сторону верхней границы – до **8,0%** (раннее 7,5 – 8%). Рейтинговое агентство S&P в своем обновленном отчете по Узбекистану (от 23 мая 2025г.) придерживается более консервативного сценария траектории инфляции с прогнозом в 10,1% до конца текущего года.

Из позитивных факторов можно отметить, что эффект импортируемой инфляции может быть ограниченным ввиду устойчивости сума к доллару с начала года на фоне роста цен на золото и ослаблением индекса доллара DXY. Для справки, ЦБ Узбекистана в апреле реализовал 11 тонн золота, закрепив лидирующую позицию среди центральных банков мира. С начала года объем продаж драгметалла составил 26 тонн.

В мае индекс потребительских цен (ИПЦ) вырос на 1,52%, что почти вдвое превышает показатель апреля. Это стало самым высоким месячным приростом с июня прошлого года. В годовом выражении совокупный ИПЦ достиг 8,7%.



По основным товарным группам в мае наблюдались резкие колебания цен. Продовольственные товары подешевели на 0,8% (рост составил 2,8% с начала года и 5,3% в годовом выражении). Непродовольственные товары

подорожали на 1,7% (2,9% с начала года и 8,2% год к году). Цены на услуги выросли сразу на 5,9% (9,8% с начала года и 15,9% г/г), что связано с повышением тарифов на коммунальные услуги, вступившими в силу с 1 мая 2025 года.

На ускорение роста общего ИПЦ основное влияние оказали повышение тарифов на энергоносители (+1,29%) и рост цен на транспортные услуги (+0,48%). В то же время снижение цен на продукты питания и безалкогольные напитки на 0,38% частично сдерживало общий рост. Вклад остальных компонентов в структуре ИПЦ был незначительным.

Международные резервы государства. По состоянию на 1 июня 2025 года международные резервы Республики Узбекистан составили \$49,75 млрд, увеличившись на 0,9% по сравнению с апрелем. С начала года прирост резервов достиг 20,6%.

Объем резервов в иностранной валюте за май вырос на 3,7% — до \$11,44 млрд, что на 33,1% превышает показатель конца 2024 года.

Золотовалютные резервы также продолжили рост, увеличившись на \$2,2 млн и достигнув \$37,65 млрд, что составляет 75,7% от общего объема резервов. Это произошло несмотря на продолжающиеся продажи золота.



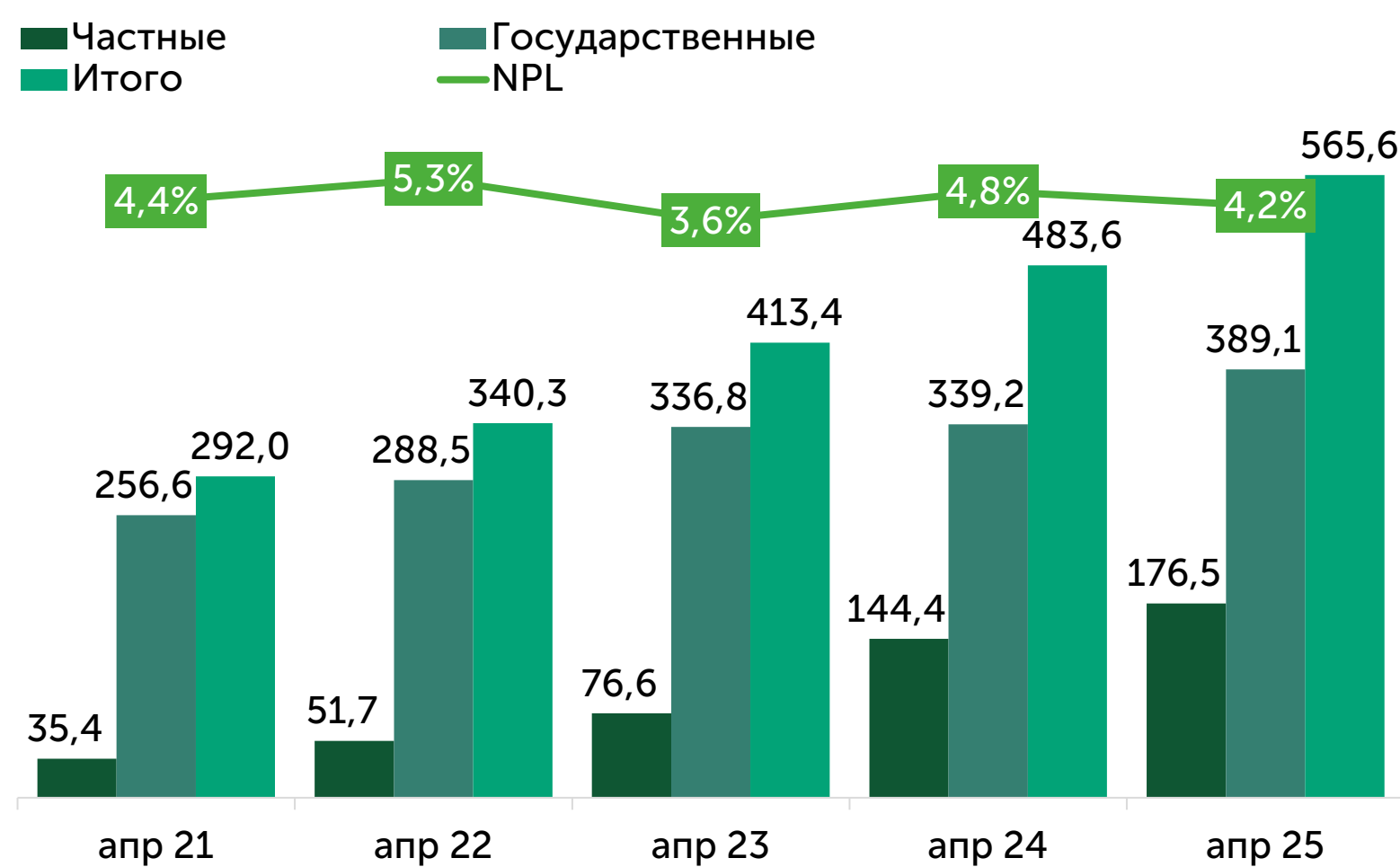
В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

9 ГОСУДАРСТВЕННЫХ
БАНКОВ

27 ЧАСТНЫХ
БАНКОВ

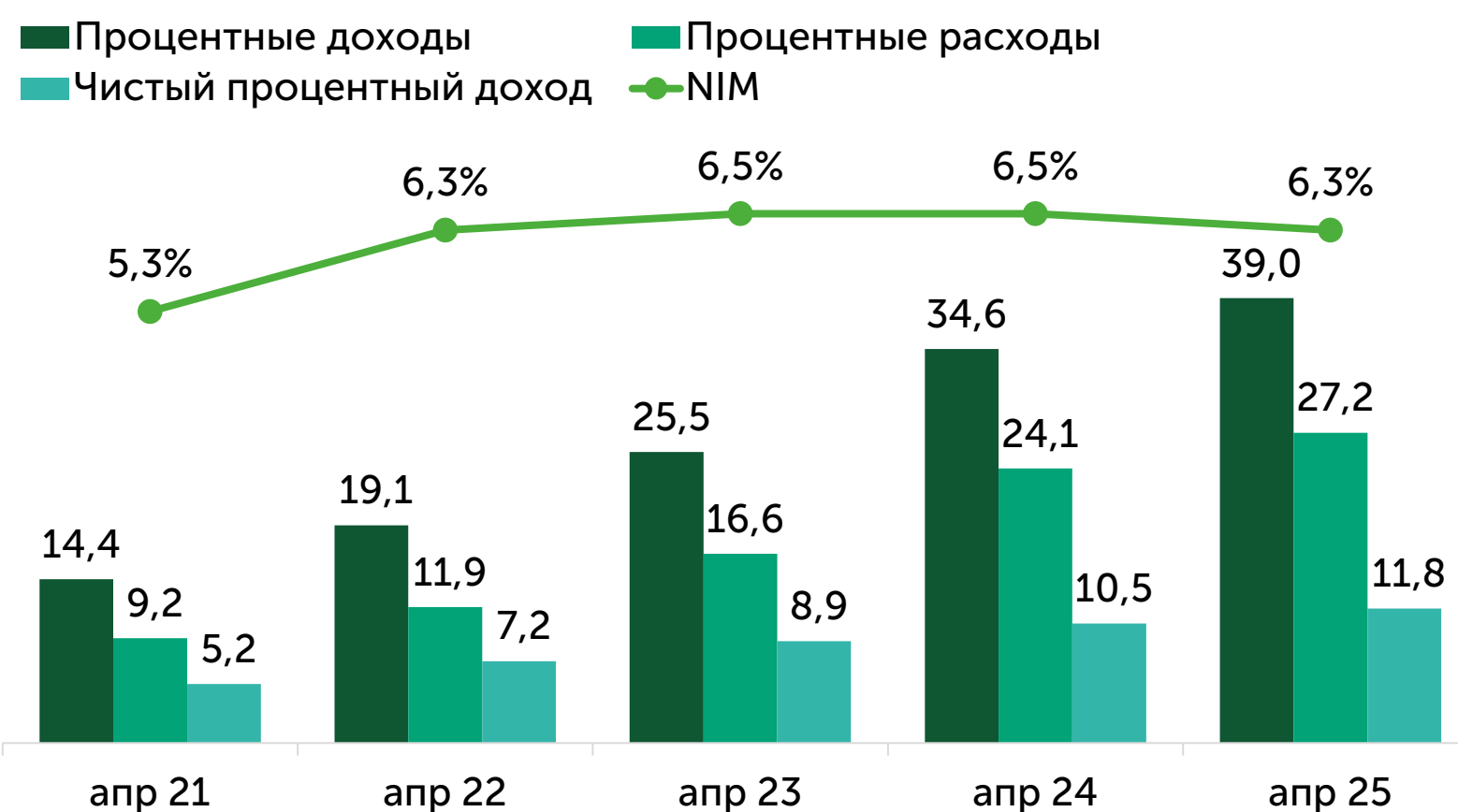
Финансовые показатели коммерческих банков. В апреле 2025 года кредитный портфель банков увеличился на 2,5% по сравнению с мартом, достигнув 565,6 трлн сум. Доля проблемных кредитов (NPL) сократилась до 4,2% (-0,1 п.п. к марту), однако в абсолютном выражении их объем вырос на 161 млрд сум и составил 23,6 трлн сум.

NPL (%) и Кредитный портфель (трлн сум)



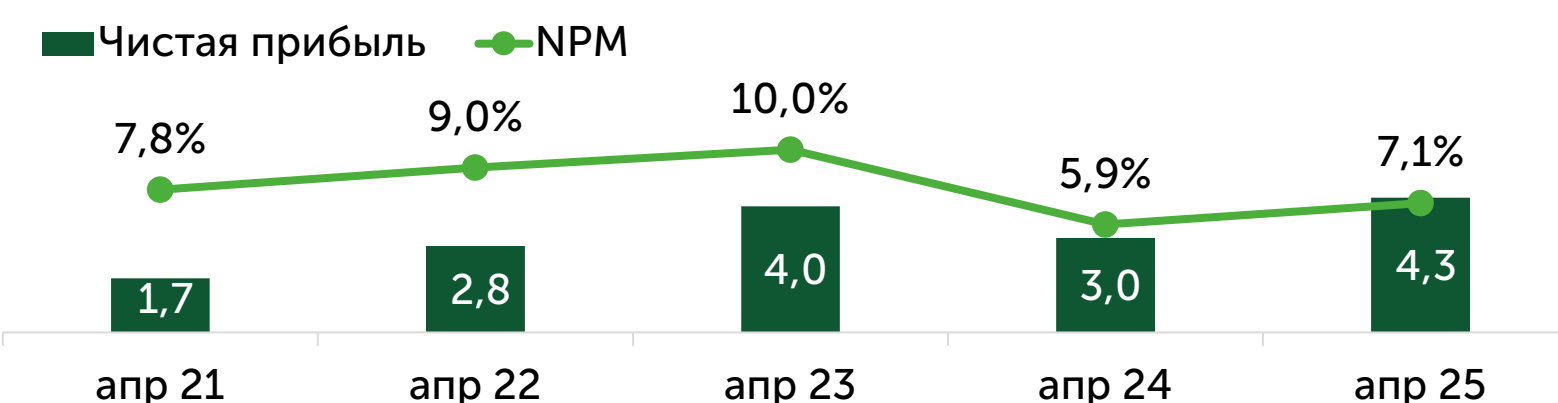
Совокупные доходы банков от процентных и непроцентных операций выросли на 12,9% и 31,2% в годовом выражении — до 39,0 и 21,7 трлн сум соответственно. Расходы по этим направлениям также увеличились: процентные — до 27,2 трлн сум (+13,0% г/г), непроцентные — до 7,2 трлн сум (+37,5% г/г). Оценка возможных убытков по кредитам и лизингу составила 9,8 трлн сум, что соответствует годовому росту на 12,8%. Некредитные убытки также выросли — на 10,3% г/г.

Динамика процентного дохода, трлн сум



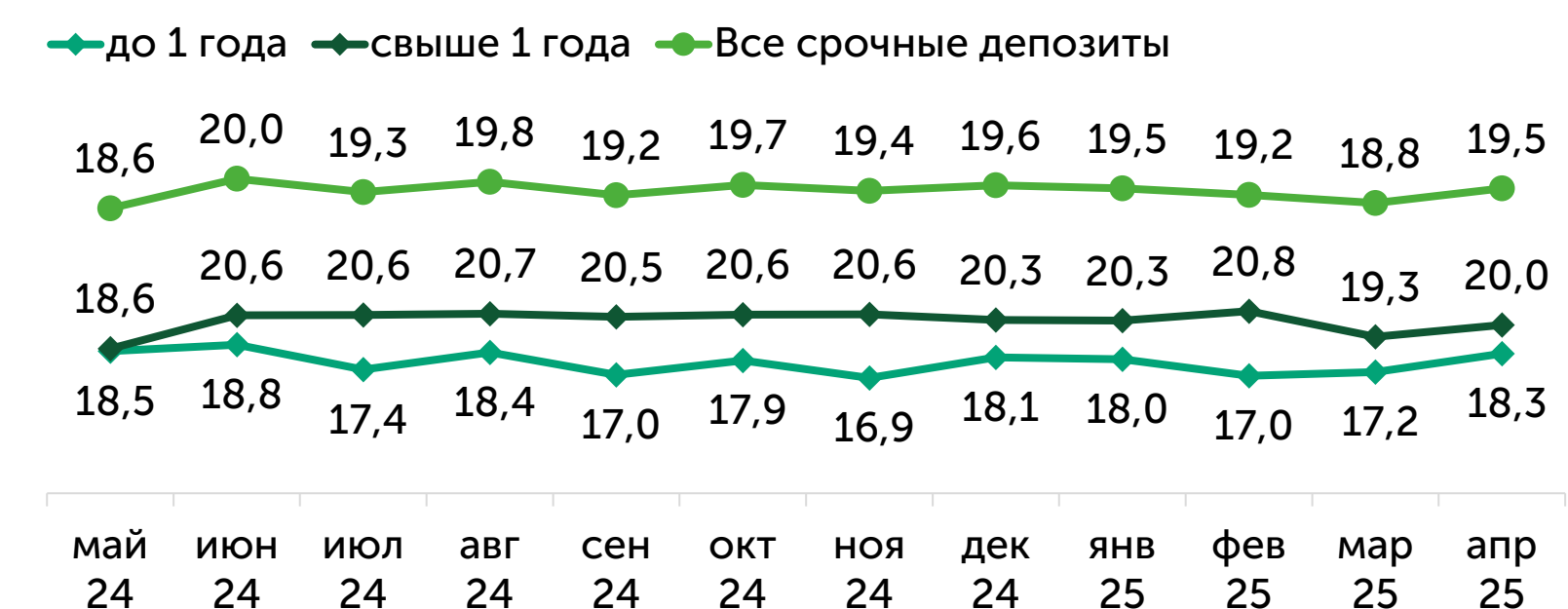
В результате чистая совокупная прибыль банковского сектора увеличилась на 42,4%, достигнув 4,3 трлн сум, что составляет 61,8% от общей прибыли за весь прошлый год.

Чистая прибыль (трлн сум) и её рентабельность



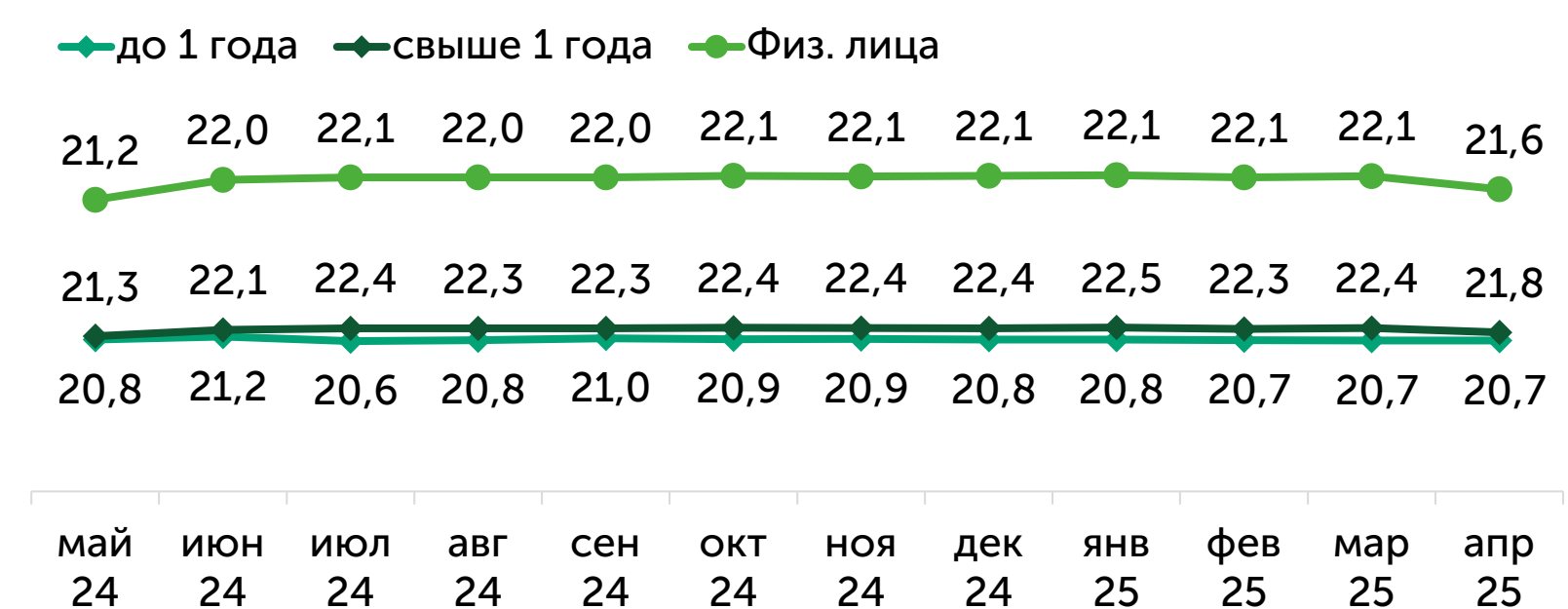
Процентные ставки по депозитам в национальной валюте. В апреле 2025 года по банковским депозитам в нацвалюте продемонстрировала разнонаправленную динамику. Средневзвешенная ставка по вкладам составила 19,5% (+0,7 п.п. к мартовскому уровню), благодаря росту и краткосрочных (до 18,3%, +1,1 п.п), и долгосрочных депозитов (до 20%, 0,7 п.п).

Средневзвешенные ставки по депозитам, 1 год



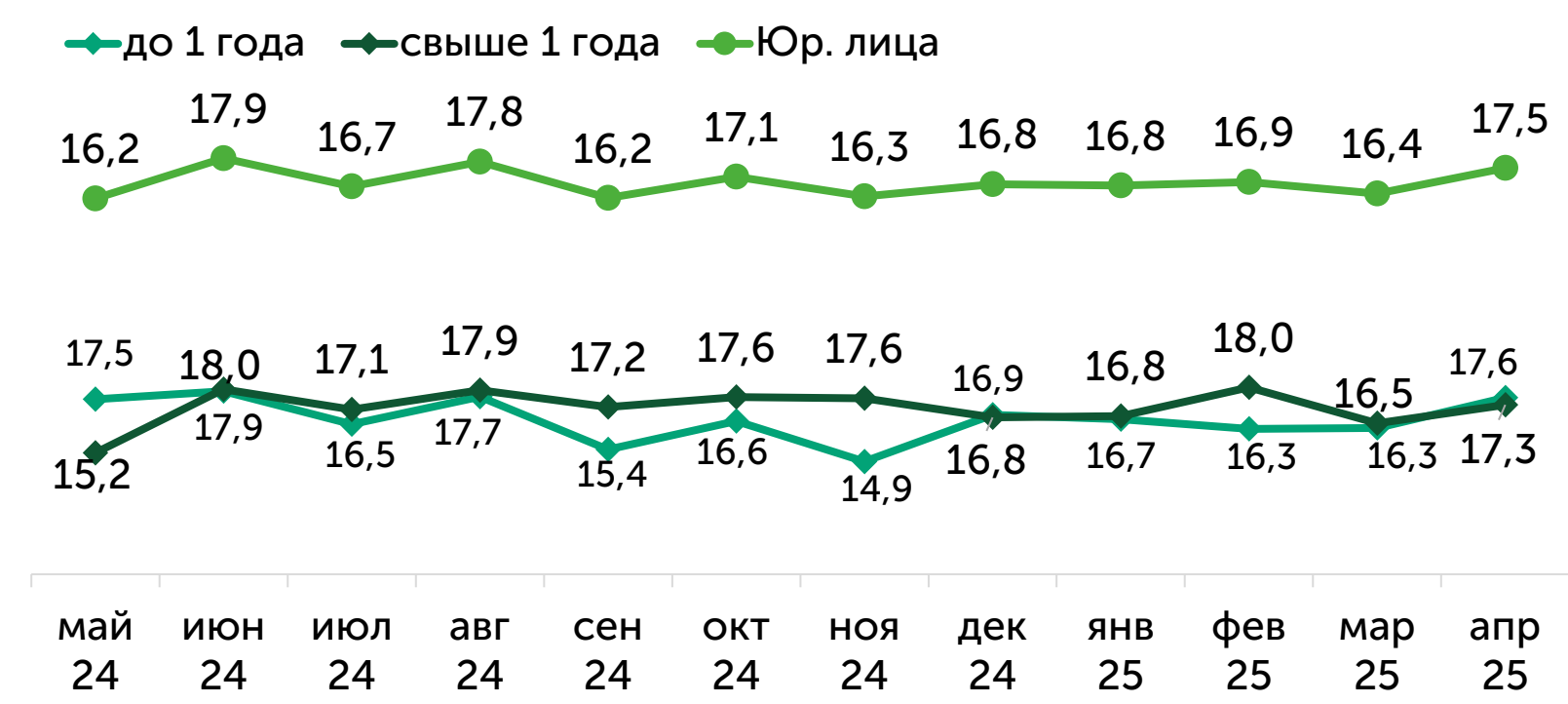
Несмотря на это, по вкладам физических лиц наблюдалось снижение до уровня 21,6% (-0,5% к марту), показав минимум с июня 2024 года. Ставка по депозитам физ. лиц до 1 года осталась без изменений на уровне 20,7%, показывая стабильность последние три месяца. Кроме того, с сентября 2024 года наблюдается последовательное снижение с 21% до 20,7%, Депозиты свыше одного года напротив стали причиной уменьшения средней ставки: они снизились на 0,6%, достигнув отметки 21,8%.

Физические лица



Вклады для юридических лиц выросли значительно на 1,1 процентных пункта, составив 17,5% к марту месяца. Это обусловлено ростом депозитов до одного года и свыше одного года до 17,6% (+1,3%) и 17,3% (+0,8%) соответственно.

Юридические лица



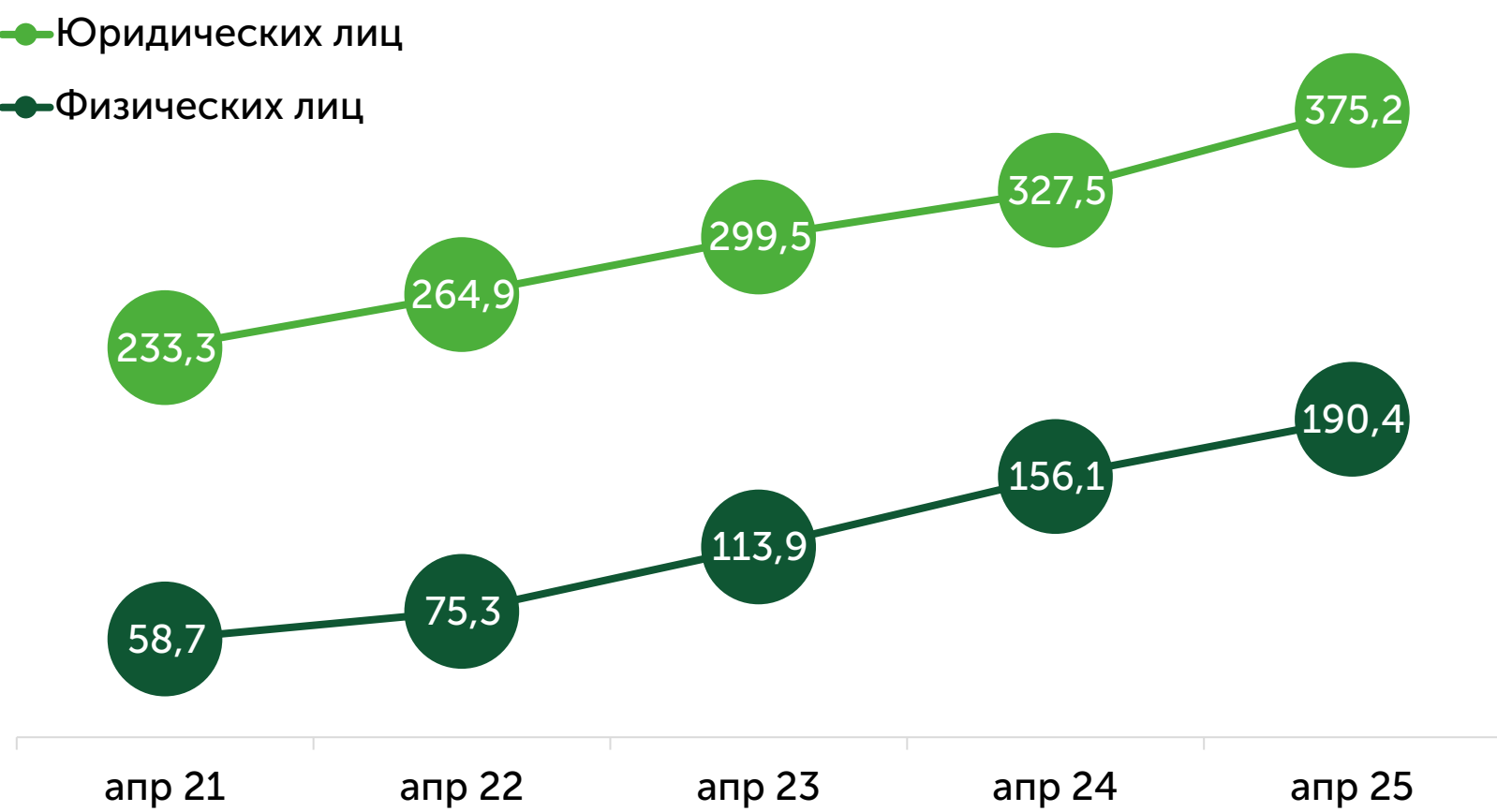
В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

9 ГОСУДАРСТВЕННЫХ
БАНКОВ

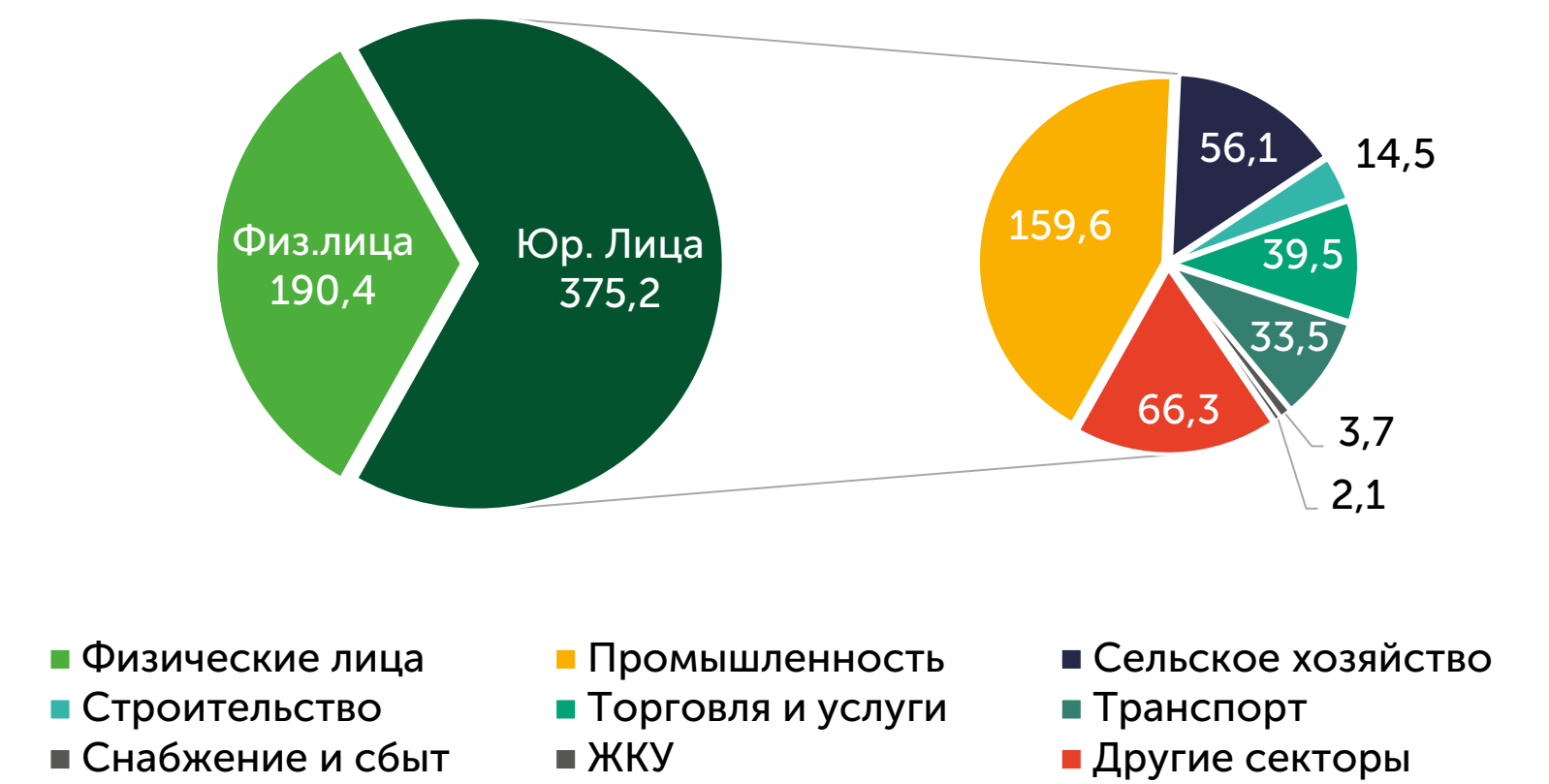
27 ЧАСТНЫХ
БАНКОВ

Структура кредитного портфеля

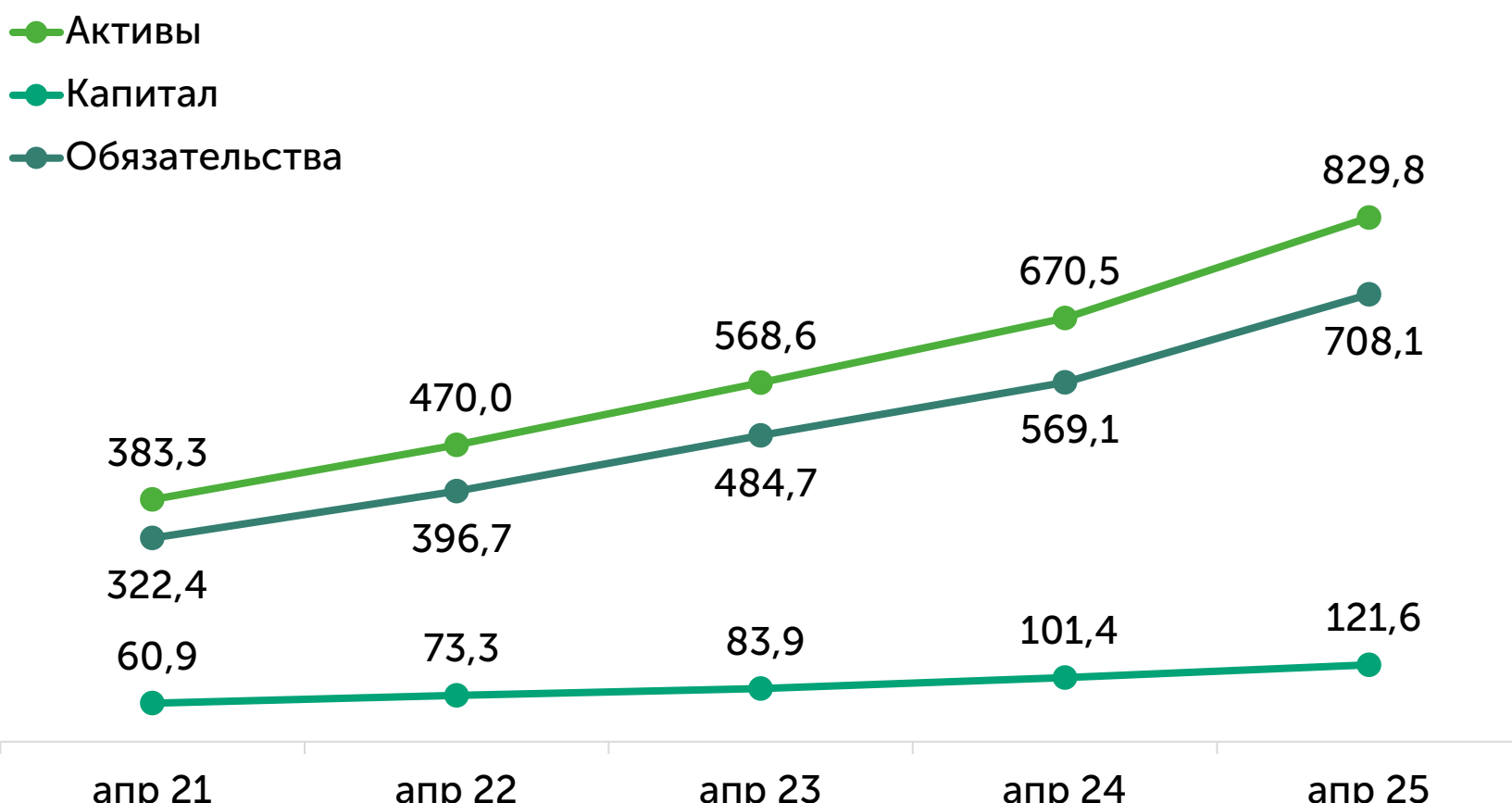
Кредиты, выданные для (трлн сум):



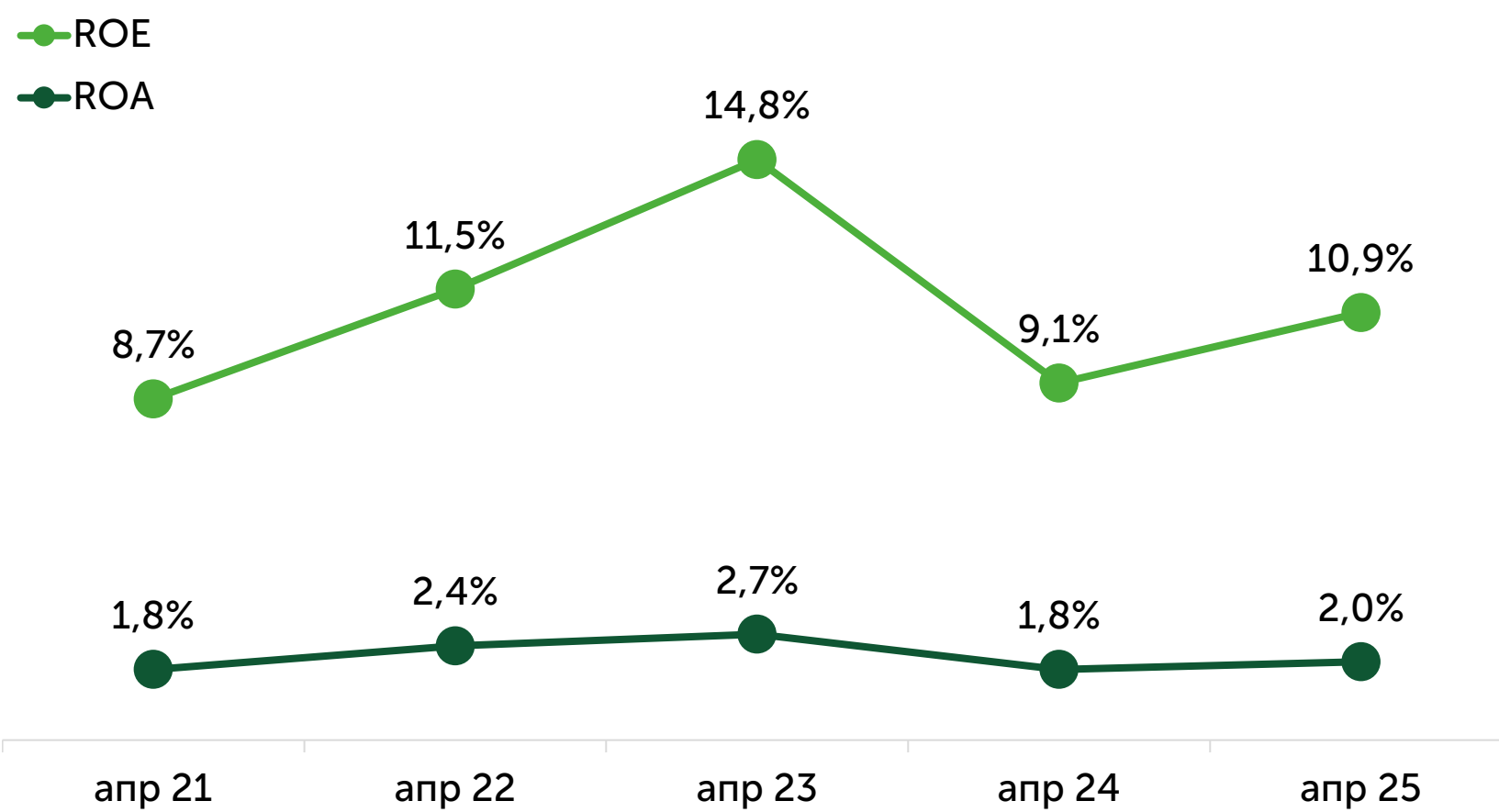
Объем выданных кредитов по секторам на 1 мая 2025 года (трлн сум):



Динамика балансовых показателей банков, трлн сум



Рентабельность банков



Топ-10 по объему кредитного портфеля на 1 мая 2025 года (трлн сум)			
Узнацбанк	110,4	Капитал банк	32,5
Узпромстройбанк	69,4	Народный банк	29,9
Агробанк	68,7	Банк развития бизнеса	23,6
Асакабанк	40,4	Хамкорбанк	20,0
Ипотека банк	35,4	Микрокредитбанк	19,5



В мае 2025 года **узбекский сум укрепился по отношению к доллару США на 1,28% (на 164,9 сумов), завершив месяц на уровне 12 768,26 сумов за доллар.** В течение месяца курс сума преимущественно находился выше отметки 12 900 сумов за доллар, достигнув локального максимума в 12 980,16 сумов. Однако в период с 27 по 30 мая наблюдалось резкое укрепление сума — с 12 939,93 до 12 768,26 сумов, что является минимальным значением с начала ноября 2024 года.

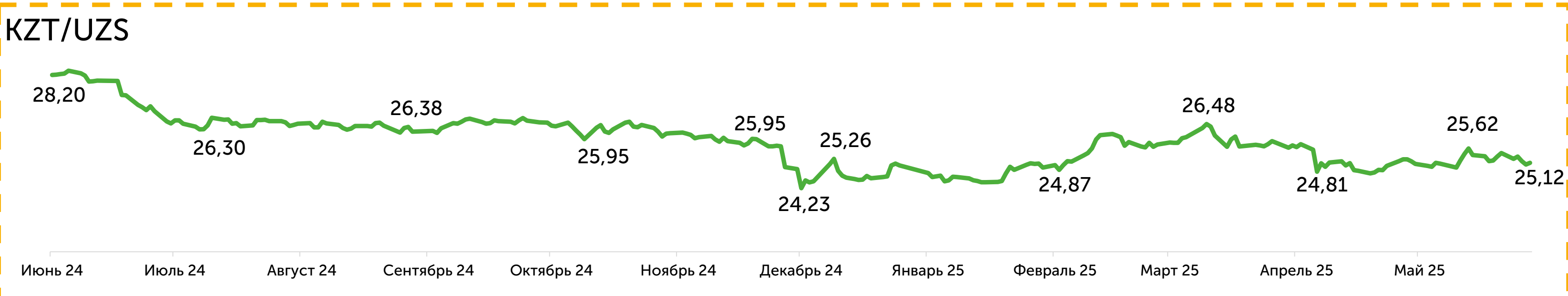
Такое укрепление сума в первую очередь объясняется улучшением внешнеторгового баланса: его дефицит сократился на 76,4% в годовом выражении — с 3 583,2 до 846,3 млн долларов, на фоне значительного роста экспорта (на 35,1% г/г) и умеренного увеличения импорта (на 2,9% г/г). Дополнительными факторами стали рост золотовалютных резервов благодаря подорожанию золота на мировом рынке, увеличению притока прямых иностранных инвестиций, а также устойчиво высоким объемам денежных переводов от трудовых мигрантов.

В то же время, по отношению к **российскому рублю узбекский сум в мае ослаб на 2,75%, что обусловлено значительным укреплением рубля к доллару.** Среди ключевых факторов укрепления рубля — жесткая денежно-кредитная политика Центрального банка России (ключевая ставка на уровне 21% в мае), устойчивый профицит внешнеторгового баланса, а также ожидания потенциальной геополитической деэскалации.

По отношению к **казахстанскому тенге сум в мае укрепился на 0,48%, достигнув уровня 25,12 сумов за 1 тенге.** Однако с начала года сум ослаб к тенге на 0,36%. В течение рассматриваемого периода значительных колебаний в этой валютной паре не наблюдалось.

Дополнительным фактором укрепления валют развивающихся стран, включая сум, выступает **ослабление индекса доллара США (DXY),** демонстрирующего нисходящий тренд на фоне ожиданий смягчения денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы США. Снижение индекса доллара способствует притоку капитала на развивающиеся рынки, укреплению национальных валют, росту цен на сырьевые товары (номиналируемые в долларах), а также поддержке экспортных позиций за счёт подорожания импорта.

Изменения	2020	2021	2022	2023	2024	5М '25	Прогнозы USD/UZS	2025	2026	2027
USD/UZS	10,19%	3,44%	3,58%	9,92%	4,71%	-1,18%	Министерство экономики и финансов РУз	13 250	13 725	14 150
RUB/UZS	-7,93%	4,11%	6,51%	-12,95%	-4,54%	24,94%				
KZT/UZS	0,60%	-0,44%	-2,13%	11,67%	-7,91%	0,36%	S&P Global	13 650	14 300	15 000



Институты	Темпы роста ВВП, %		Инфляция, %	
	2025	2026	2025	2026
Узбекистан	6,0	6,1	7,0-8,0	6,0-7,0
Азиатский банк развития	6,6	6,7	8,0	7,0
Европейский банк реконструкции и развития	6,0	6,0	-	-
Организация Объединённых Наций	5,9	5,4	7,4	5,2
Всемирный банк	5,9	5,9	-	-
Международный валютный фонд	5,9	5,8	8,4	6,5
Международное рейтинговое агентство S&P GLOBAL	6,0	5,5	10,1	9,6

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	Moody's	S&P Global	FitchRatings
	<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.

Внутренний фон

Президент Шавкат Мирзиёев 14 мая провёл совещание, посвящённое ускорению процесса вступления Узбекистана во Всемирную торговую организацию (ВТО). В последние два года страна добилась значительных результатов: завершены переговоры с 24 странами, проведены четыре заседания Рабочей группы ВТО, даны ответы более чем на 500 вопросов. Ведутся масштабные реформы, направленные на гармонизацию законодательства с нормами ВТО: принято 13 законов, 10 указов и более 30 других нормативных актов. Упрощены процедуры в сферах торговли, таможенного регулирования, интеллектуальной собственности, отменены эксклюзивные права для ряда госпредприятий. Президент поручил до конца года завершить переговоры с оставшимися девятью странами, провести ещё два заседания Рабочей группы и подготовить итоговый отчёт, закрепляющий международные обязательства Узбекистана. Особое внимание уделено ускоренной разработке новых редакций законов о качестве пищевой продукции, о защитных мерах, а также реформам в техническом регулировании и санитарных стандартах. Важной задачей остаётся повышение компетенций специалистов в этих сферах.

Международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings улучшило прогноз по суверенному кредитному рейтингу Узбекистана со «стабильного» на «позитивный», подтвердив сами рейтинги на уровне «BB-/B». Пересмотр прогноза связан с устойчивым экономическим ростом, активными реформами, в том числе в энергетике, и стремлением к снижению бюджетного дефицита. Среди позитивных факторов отмечены высокий уровень инвестиций (около 33% ВВП), ожидаемый рост ВВП на 5,6% в 2025–2028 годах и сокращение дефицита бюджета до 3% ВВП. Существенную роль также играют высокие экспортные доходы от золота, которое составляет 38% товарного экспорта. Агентство допускает возможность повышения рейтинга в случае дальнейших реформ и улучшения управления госсектором. Однако предупреждает и о рисках, связанных с внешнеэкономическими колебаниями, ростом дефицита и неэффективными инвестициями.

Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев 27 мая обсудил меры по расширению доступа населения к питьевой воде и канализации. В настоящее время централизованным водоснабжением охвачено 81% населённых пунктов, тогда как канализацией — лишь около 20% жителей. В 2025 году планируется построить более 2100 км новых сетей и модернизировать 162 объекта. Это обеспечит чистой водой 715 тысяч человек и даст 675 тысячам доступ к канализации. Общая стоимость проектов — \$800 млн. Часть средств — \$125 млн — выделил Азиатский банк развития на цифровизацию: до 2030 года установят тысячи «умных» счётчиков и телеметрических систем. Вместе с АБР и немецким банком KfW внедрён механизм раннего финансирования, который ускоряет отбор подрядчиков и запуск проектов. Президент подчеркнул важность подготовки специалистов под новые требования и предложил использовать такую модель работы во всех будущих проектах.

В Самарканде прошли переговоры Президента Узбекистана Шавката Мирзиёева и Премьер-министра Италии Джорджи Мелони. Обсуждены вопросы расширения стратегического партнёрства. С момента встречи в Риме (2023 г.) товарооборот вырос почти в 3 раза, число совместных предприятий — в 2 раза. Активно развиваются проекты в металлургии, сельском хозяйстве, электротехнике и туризме. Стороны договорились создать индустриальный парк в Ташкентской области, запустить инвестфонд и привлечь итальянские агентства SACE и SIMEST. Планируются проекты в агросфере и технологическом партнёрстве. Развиваются культурные и образовательные связи: открытие новых филиалов вузов, совместные программы и культурные мероприятия. Подписано соглашение о трудовой миграции.

13 мая президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев принял специального представителя Европейского Союза по Центральной Азии Эдуардса Стипрайса, с которым обсудил расширение двустороннего и регионального сотрудничества в контексте решений саммита «Центральная Азия – Евросоюз» в Самарканде, подчеркнув необходимость ускоренной подготовки проектов на сумму 12 млрд евро.

2 мая в Ургенче Президент Узбекистана обозначил ключевые направления социально-экономического развития Хорезмской области. В центре внимания — активизация малого и среднего бизнеса, развитие туризма, рост экспорта и локализация промышленного производства. В 2025 году планируется реализация более 490 инвестиционных проектов на сумму \$900 млн, включая создание узбекско-китайского технопарка и запуск газохимического комплекса стоимостью \$10 млрд. Намечены меры по поддержке агросектора, модернизации мелиорации, расширению переработки и продвижению ремесленных кластеров. В области ожидается рост ВРП на 6%, создание 265 тыс. рабочих мест и привлечение \$1,5 млрд прямых иностранных инвестиций.

30 апреля Президент Шавкат Мирзиёев подписал постановление о борьбе с киберпреступностью: теперь банки и платёжные сервисы обязаны внедрить антивирусные системы в мобильные приложения, уведомлять родителей о подозрительных операциях по счетам несовершеннолетних и возмещать ущерб при нарушении требований безопасности, а правоохранительные органы получили полномочия по оперативной блокировке подозрительных карт и созданию Центра борьбы с киберпреступностью.

Узбекистан завершил двусторонние переговоры с Великобританией по вступлению во Всемирную торговую организацию. В конце мая в Лондоне были проведены последние раунды переговоров с британской стороной. После этого Узбекистан прошёл внутренние процедуры и готов подписать Протокол на заседании Рабочей группы ВТО в Женеве 12 июня 2025 года. Великобритания стала 24-й страной, с которой достигнуто соглашение по доступу на рынок. Всего переговоры проведены с 33 странами, из них с 24 — успешно. До конца года планируется завершить диалог с оставшимися девятью.

Внешний фон

Всемирный банк выделит Узбекистану льготный кредит в размере \$100 млн на модернизацию электросетей и интеграцию возобновляемых источников энергии, сообщила пресс-служба ВБ. Из-за устаревшей инфраструктуры около 13% электроэнергии теряется технически, а более половины распределительных сетей работают свыше 30 лет. Программа модернизации, рассчитанная до 2030 года, предусматривает строительство и реконструкцию 6 тыс. км низковольтных линий, установку 1,2 тыс. трансформаторов и подключение 150 тыс. умных счетчиков. Также планируется развивать инфраструктуру для приема электроэнергии от малых предприятий и домохозяйств, которые к 2030 году смогут передавать в сеть до 50 МВт. Ожидается сокращение ежегодных выбросов парниковых газов на 450 тыс. тонн. Общая стоимость проекта — \$150 млн, оставшуюся часть вложит компания «Региональные электрические сети».

Узбекистан и Иран планируют увеличить товарооборот до \$2 млрд, что является в четыре раза больше текущего уровня. 11 мая правительственная делегация Узбекистана провела переговоры с первым вице-президентом Ирана Мухаммадом Резой Орифом в Тегеране. В ходе встречи обсуждалось расширение торгово-экономического сотрудничества, особенно в транспортно-логистической сфере, а также активизация межрегиональных связей, промышленной, научной, образовательной и туристической кооперации. По итогам подписана дорожная карта партнерства на 2025–2027 годы.

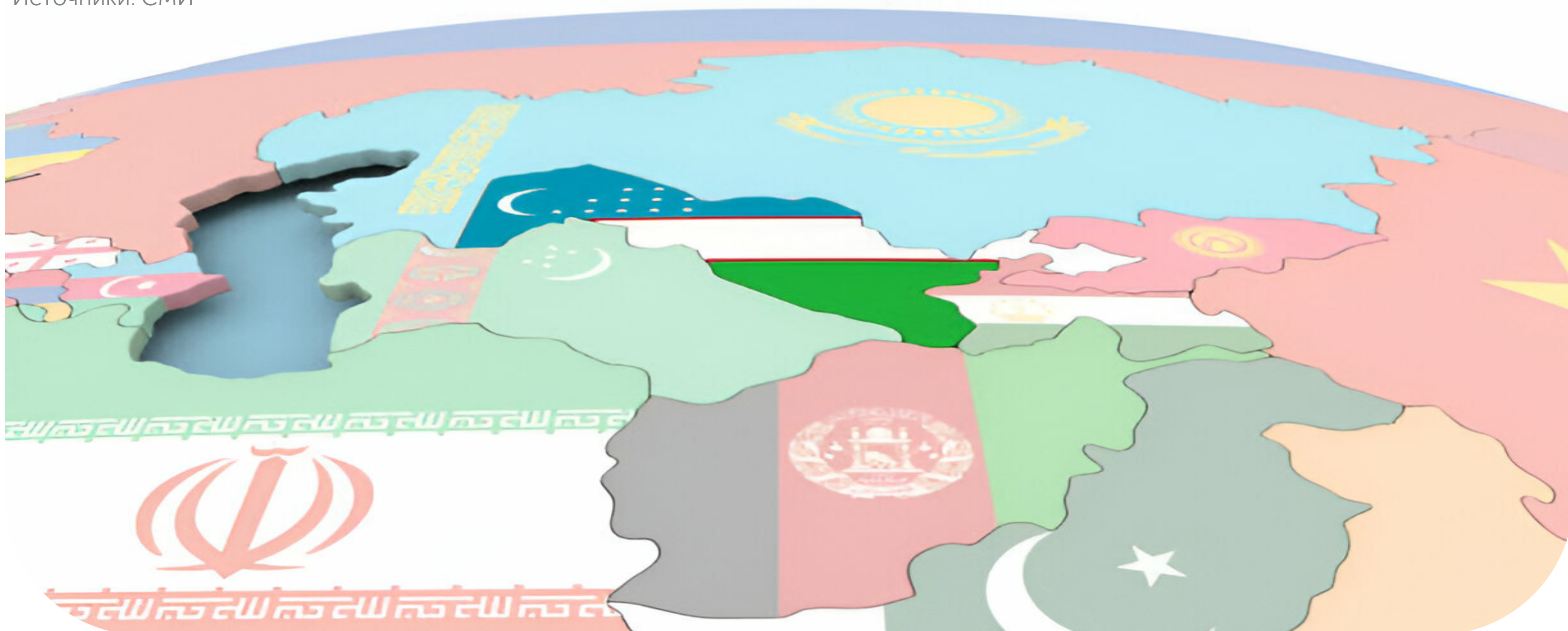
Всемирный банк одобрил Узбекистану льготный кредит в размере \$35 млн для проекта по расширению доступа к геопространственным данным. Цель — улучшить цифровизацию госуслуг и поддержку устойчивого территориального развития. Ещё \$5,7 млн на проект выделит само правительство. Из-за быстрой урбанизации стране не хватает точной информации о земле и инфраструктуре, что мешает эффективному планированию и сдерживает частные инвестиции. Новый проект будет направлен на развитие Национальной инфраструктуры пространственных

данных (НИПД), создание дата-центров, цифрового геопортала и единого реестра адресов. Также планируется модернизация геодезической оборудования и кадастровой системы UZKAD. Особое внимание будет уделено пилотным решениям в Самарканде, где появится 3D-модель города и реестр коммуникаций. Проект продлится до 2030 года и, как ожидается, повысит точность данных, улучшит защиту прав собственности и упростит запуск бизнеса благодаря лучшей доступности земельной информации.

Всемирный банк выделит Узбекистану льготный кредит в размере \$200 млн для модернизации ирригационной и дренажной инфраструктуры в пяти регионах страны. Проект направлен на сокращение потерь воды, повышение энергоэффективности и улучшение качества предоставляемых фермерам услуг. Ещё \$23,2 млн выделит правительство Узбекистана. Проект станет частью региональной инициативы ВБ по улучшению водопользования в Центральной Азии. Он включает бетонирование каналов, установку современных гидросооружений и внедрение цифровой системы управления водоснабжением. Ожидается, что он повысит качество орошения на 232 тыс. га земель, улучшит доступ к воде для 180 тыс. пользователей и позволит ежегодно экономить 540 млн кубометров воды и более 165 млн кВт·ч электроэнергии.

В Будапеште прошли переговоры Президента Узбекистана Шавката Мирзиёева и Премьер-министра Венгрии Виктора Орбана. Обсуждены пути расширения стратегического партнёрства, наращивания торговли и инвестиций. Стороны договорились увеличить товарооборот до 500 млн евро, реализовать совместные проекты на сумму около 2 млрд евро и создать промышленную зону для европейских компаний в Узбекистане. Особое внимание уделено культурным и образовательным связям — предложено объявить следующий год Годом узбекской и венгерской культуры, продолжить обмены по программе «Stipendium Hungaricum» и открыть филиалы венгерских вузов. Достигнута договорённость о совместной «дорожной карте» для реализации инициатив.

Источники: СМИ

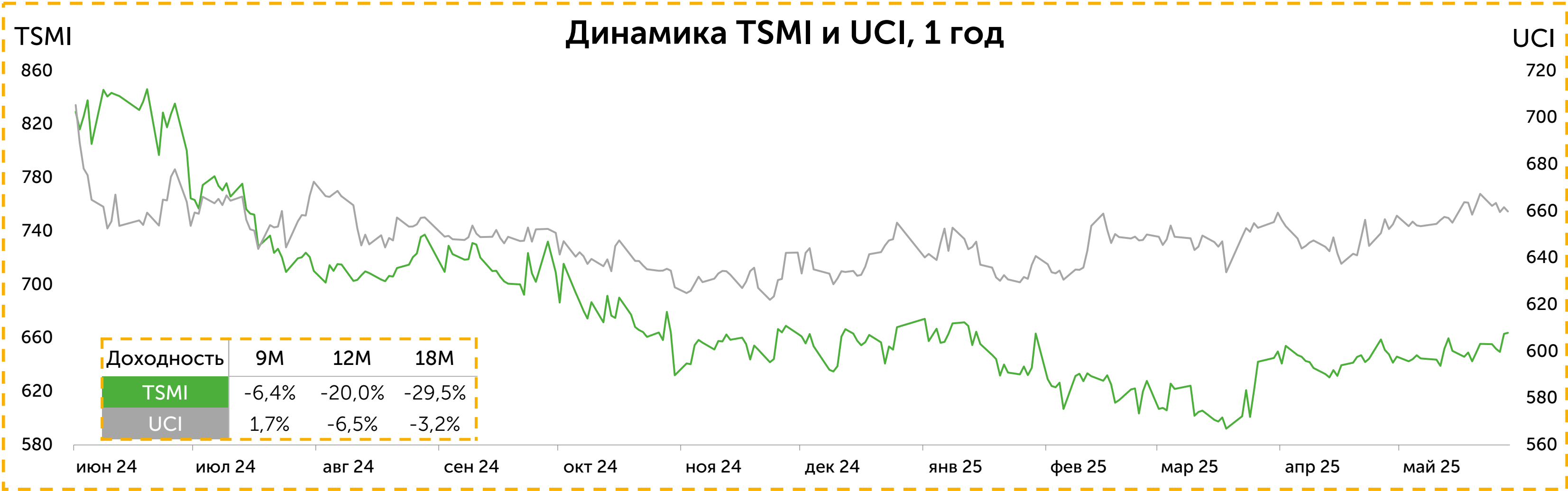


Рынок акций

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 74 акций эмитентов по состоянию на 1 мая 2025 года. При этом 64 из этих акций представляют компании с государственной долей участия.

В мае 2025 года индекс TSMI вырос на 2,5%, достигнув отметки 664 пункта, продемонстрировав восстановление после значительного снижения, зафиксированного в начале марта, и приблизившись к уровню января. Рост индекса был обеспечен за счёт положительной динамики 5 из 7 компонентов бенчмарка. Индекс UCI также показал умеренный рост на 1,2% до 660 пунктов, оставаясь в стабильном диапазоне 654–667 пунктов без резких колебаний. С начала года TSMI снизился на 0,6%, в то время как UCI прибавил 0,7%.

Совокупный объем торгов по UCI достиг 657,85 млрд сум, что почти в 34 раза превышает показатель апреля. При этом доля сделок с инструментами TSMI составила 1,1% от общего объема. Основной вклад в торговый оборот обеспечила сделка по приобретению 61,5% акций компании «Узагролизинг» Фондом реконструкции и развития Республики Узбекистан на сумму 625,39 млрд сум, проведенная на платформе FoP Board.



Статистика по бумагам в покрытии

Тикер	30.04.2025	30.05.2025	изм. %	YTD
TSMI Index	647,91	664,00	2,48%	-0,63%
URTS	3 595,00	3 750,00	4,31%	2,74%
UZTL	5 454,00	5 411,00	-0,79%	33,60%
НМКВ	23,50	24,50	4,26%	0,45%
UZМК	4 000,00	3 997,00	-0,08%	-7,05%
UZMT	61 500,00	61 999,99	0,81%	-14,48%
СВСК	1,69	2,49	47,77%	154,08%
UNVB	8 692,00	8 860,00	1,93%	-0,45%



Изменение по бумагам в покрытии

Лидером месяца стал Торговый комплекс Чиланзар (CBSK), который в период с 21 по 28 мая 2025 года удвоил свой уставной капитал, проведя капитализацию в соотношении 1:1. В результате стоимость акций была скорректирована до 1,79 сум, после чего они выросли до 2,49 сум (+47,77%) за отчетный период. С начала года акции CBSK подорожали на впечатляющие 154,08%.

Бумаги Товарно-сырьевой биржи (URTS) продемонстрировали стабильность после восстановления в апреле: с 29 апреля по 27 мая они торговались в диапазоне 3 450 – 3 610 сум. В конце месяца котировки вышли из фазы консолидации и начали формировать восходящую линию, завершив период на отметке 3 750 сум – рост на 4,31%.

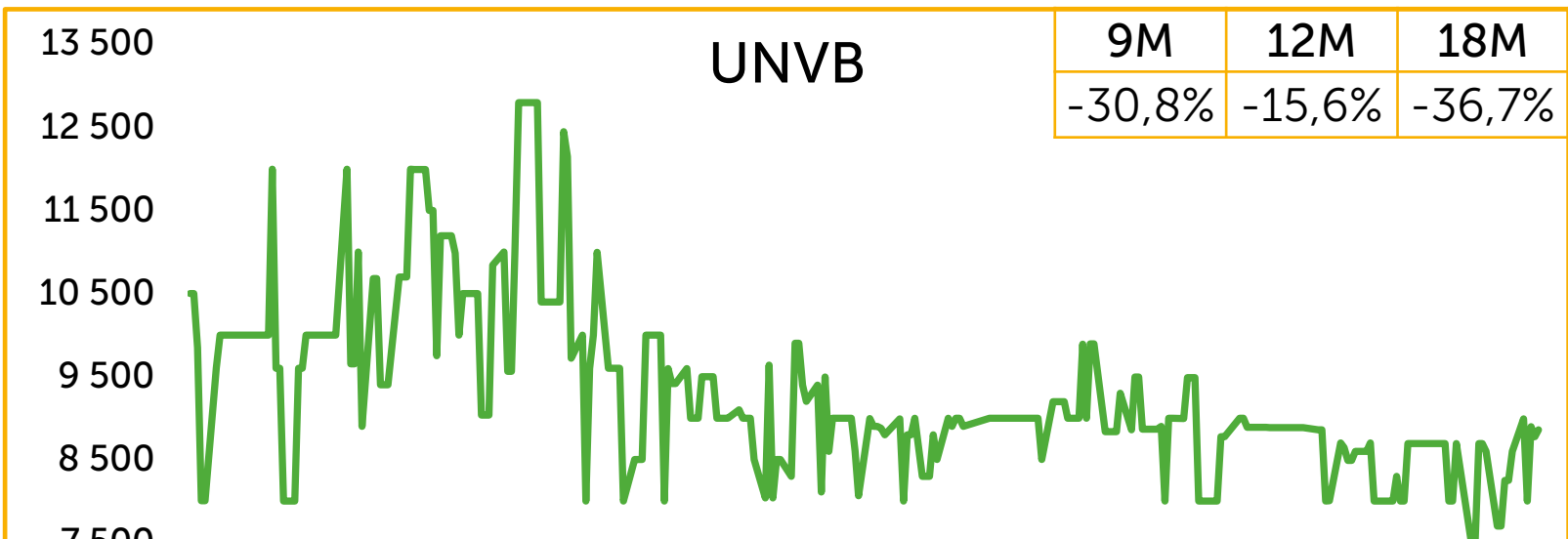
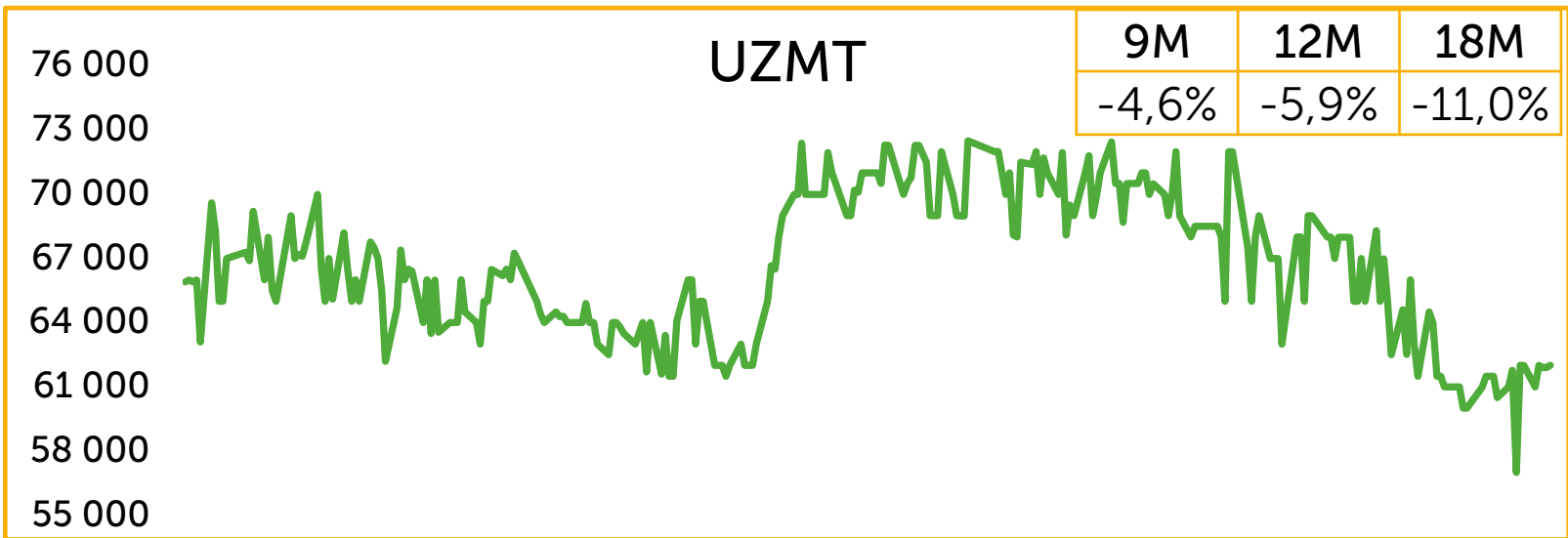
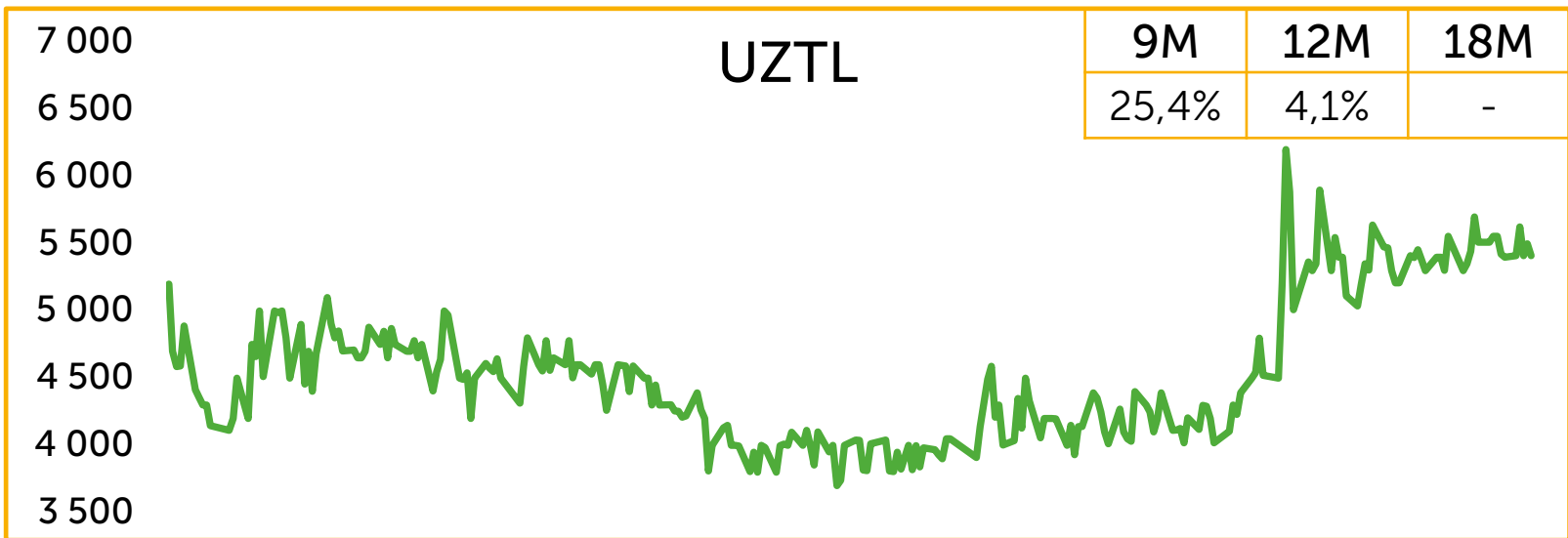
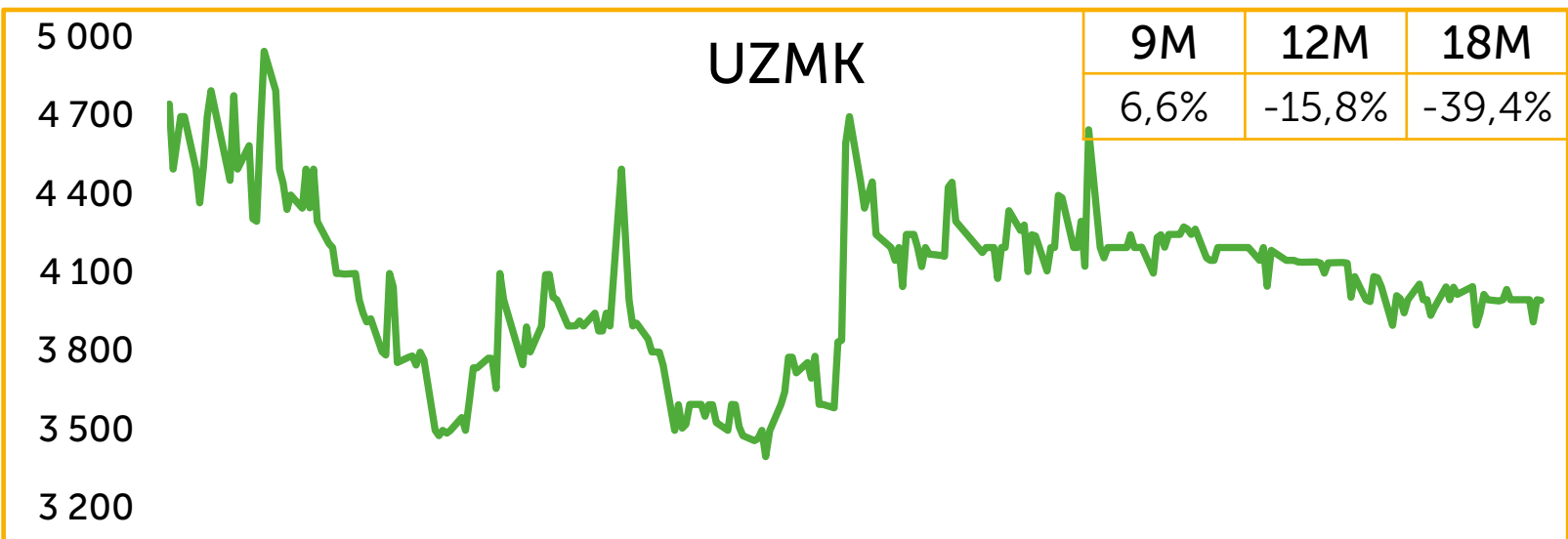
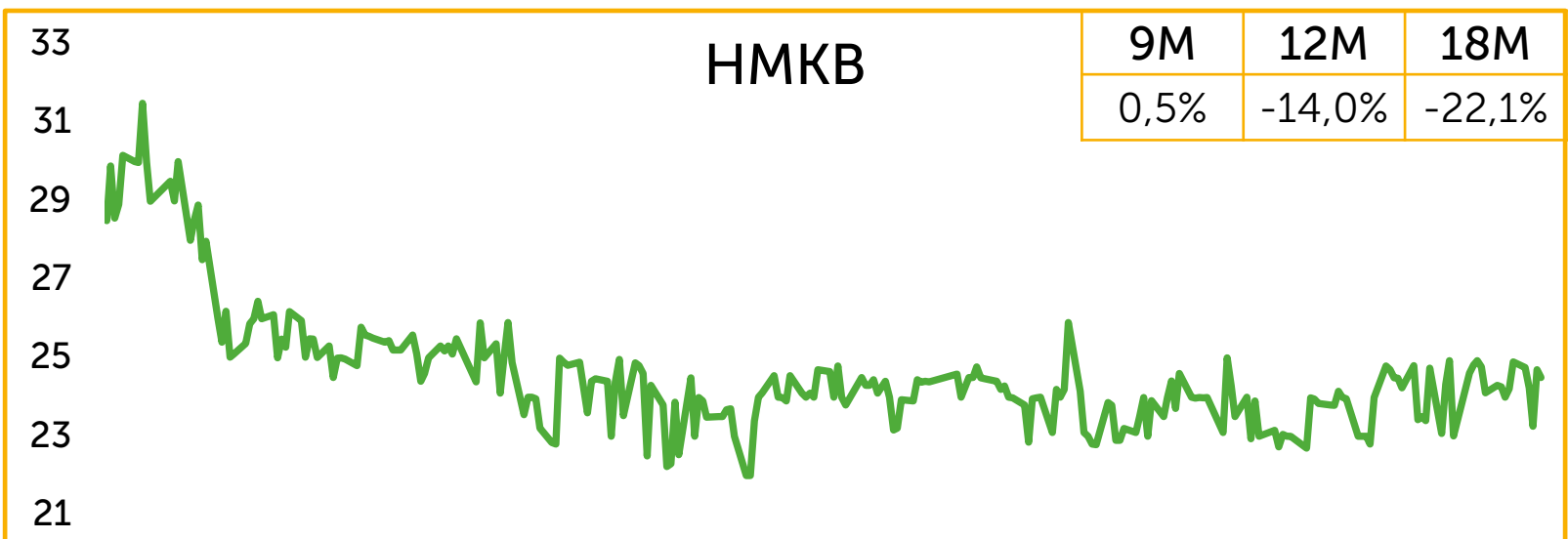
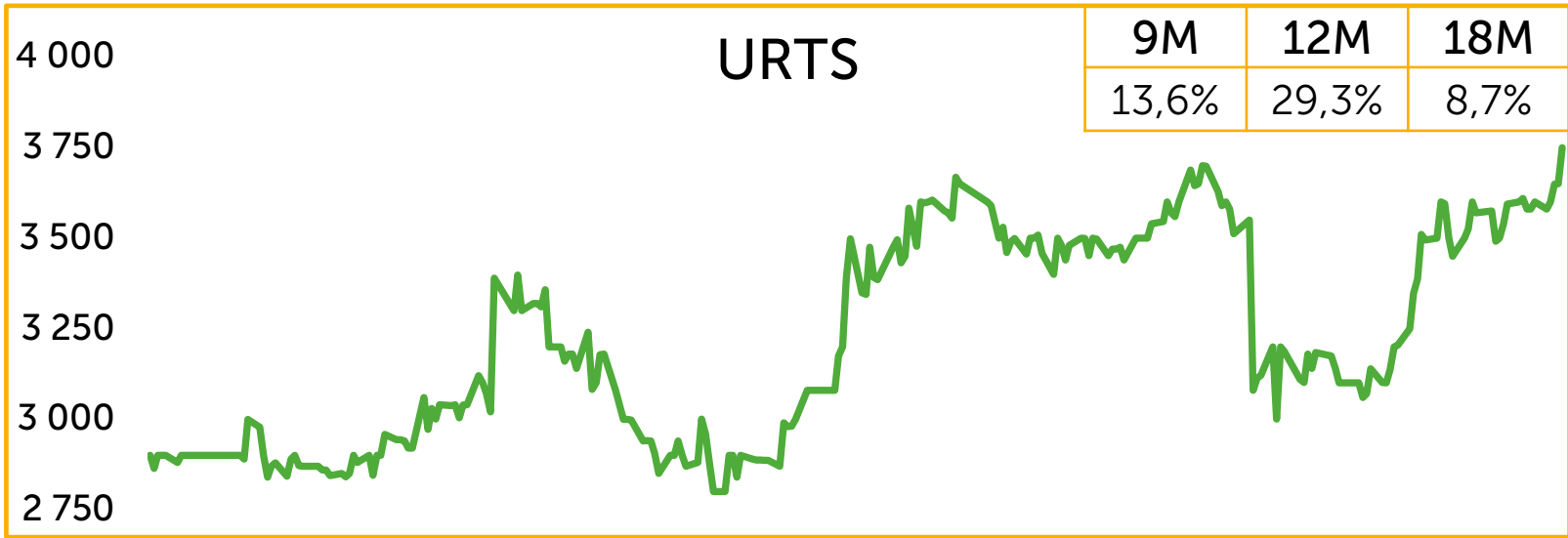
Хамкорбанк (НМКВ) укрепил позиции, увеличив капитализацию на 4,26%, показав рост второй месяц подряд. В течение мая бумаги НМКВ лишь в 4 из 21 торгового дня находились в диапазоне 23,01 – 23,40 сум, тогда как в остальное время торги велись в пределах 24 – 24,93 сум. Месяц завершился на уровне 24,50 сум за акцию.

Акции Универсалбанка (UNVB) сменили нисходящий тренд на восходящий, прибавив 1,93% и достигнув отметки 8 860 сум. Несмотря на положительную динамику, активность торгов по-прежнему оставалась низкой, что объясняется высокой концентрацией акций у крупных инвесторов. Это наблюдалось в результате двух крупных сделок, проведенных в течение месяца, которые обеспечили половину оборота индекса.

Бумаги Узавтомоторса (UZMT) незначительно выросли на 0,81% до 61 999,99 сум. В течение мая акции UZMT не смогли вернуться к уровням, зафиксированным до третьей декады апреля текущего года. Торги с ценными бумагами эмитента происходили в пределах 60 000 – 61 999 сум. Такая ограниченная активность также связана с значительной долей акций, находящихся у крупных держателей, и низким объемом бумаг в свободном обращении.

Узбектелеком (UZTL) сократил свою капитализацию на 0,79% после уверенного роста в предыдущем месяце. Акции компании оставались в фазе консолидации, стабильно торгуясь в пределах 5 300 – 5 700 сум, и завершили месяц на отметке 5 411 сум за бумагу.

Акции Узметкомбината (UZMK) находились в боковом тренде, колеблясь в диапазоне 3 900 – 4 050 сум, завершив период на уровне 3 997 сум (-0,08%).



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	3 750,00	4 311,00	15,0%	Покупать
SQBN	АКБ "Узпромстройбанк"	Финансовые услуги	9,22	12,71	37,9%	Покупать
НМКВ	АКБ "Хамкорбанк"	Финансовые услуги	24,50	38,7	58,1%	Покупать
UZMK	АО "Узметкомбинат"	Металлургия	3 997,00	7 300,00	82,6%	Покупать
UZMT	АО "Узавтомоторс"	Автомобилестроение	61 999,99	99 700,00	60,8%	Покупать
UZTL	АК "Узбектелеком"	Телекоммуникации	5 411,00	7 400,00	36,8%	Покупать
BIOK	АО "Биокимё"	Химическая промышленность	20 000,00	30 979,00	54,9%	Покупать
IPTB	АКИБ "Ипотека-банк"	Финансовые услуги	1,17	1,27	8,5%	Держать
TRSB	ЧАБ "Трастбанк"	Финансовые услуги	7 700,02	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
UNVB	АКБ "Универсалбанк"	Финансовые услуги	8 600,00	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 «Торговый комплекс Чиланзар»	08/04/2025	0,35	08/04/2025	08/06/2025

Следующие акционерные общества объявили о проведении годового общего собрания акционеров (ГОСА) в мае:

АИКБ «Ипак Ёули Банк»
Дата проведения: 30 июня 2025 года;
Рекомендация Наблюдательного совета: дивиденды в размере 1,52 сум на каждую простую и привилегированную акцию;
Дата формирования реестра акционеров: 20 июня 2025 года.

АК «Узбектелеком»
Дата проведения: 27 июня 2025 года;
Рекомендация Наблюдательного совета:
— 76,31 сум на каждую простую акцию;
— 288,50 сум на каждую привилегированную акцию.
Дата формирования реестра акционеров: 29 мая 2025 года.

АО «Биокимё»
Дата проведения: 26 июня 2025 года;
Размер дивидендов будет определён на общем собрании акционеров;
Дата формирования реестра акционеров: 20 июня 2025 года.

АКИБ «Ипотека-банк»
Дата проведения — 18 июня 2025 года;
Дата формирования реестра акционеров: 12 июня 2025 года.

АКБ «Универсал банк»
Дата проведения: 17 июня 2025 года;
Размер дивидендов будет определён на общем собрании акционеров;
Дата формирования реестра акционеров: 11 июня 2025 года.

Примечание. В Закон «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» внесены изменения: исключена норма о неостребованных дивидендах, переходящих в распоряжение общества. Теперь дивиденды выплачиваются автоматически через Центральный депозитарий или инвестиционных посредников на счёт акционера, без подачи заявления.

Рынок облигаций

В мае на долговом вторичном рынке проходили торги по 7 выпускам облигаций пяти эмитентов. Кроме того, продолжается размещение трёх выпусков, и по состоянию на 30 мая 2025 года размещено:

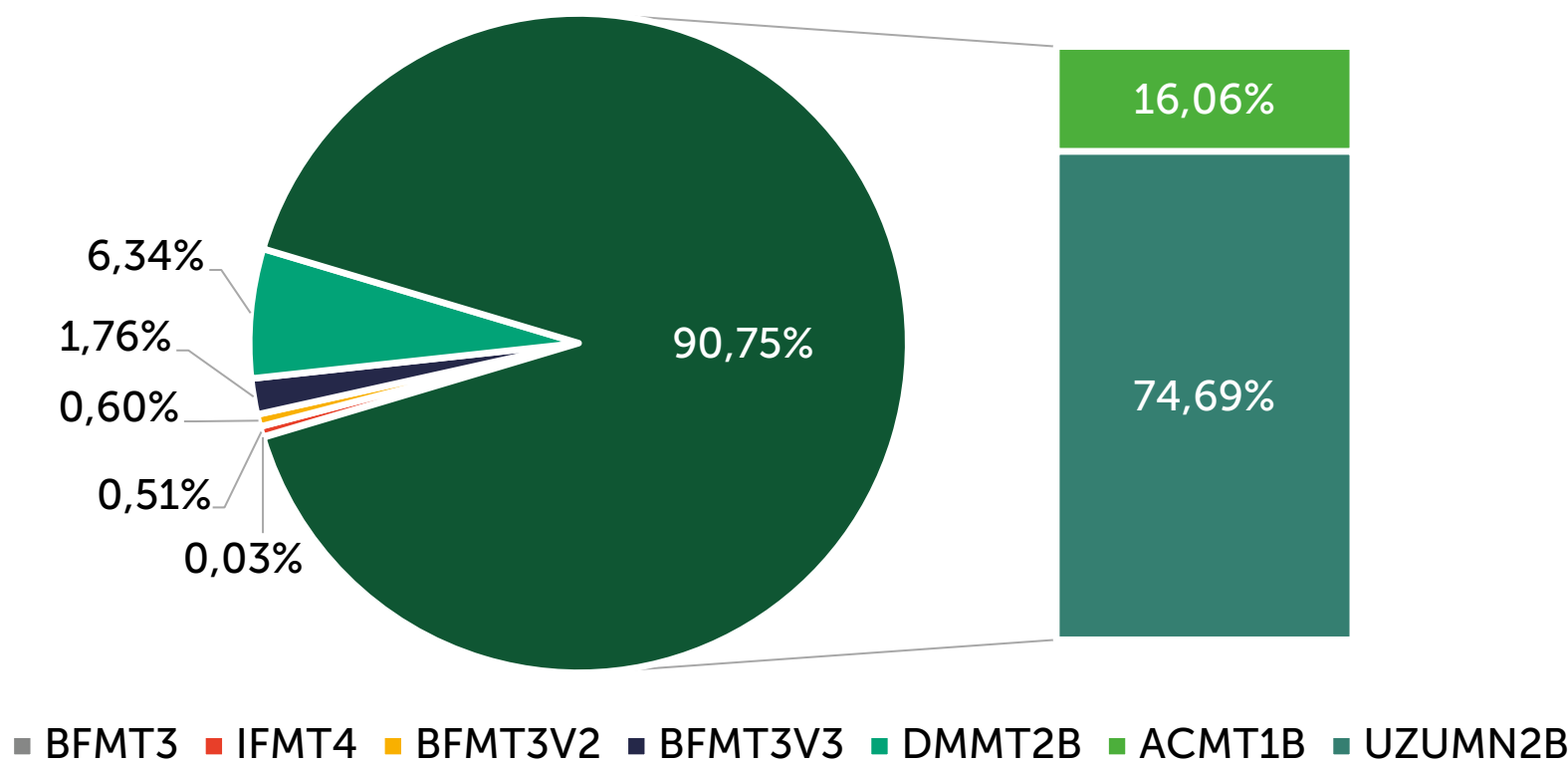
- 86,8% — ООО МФО «AGAT CREDIT»

80,43% — ООО МФО «DELTA»

38,3% — ИП ООО «MAKESENSE»

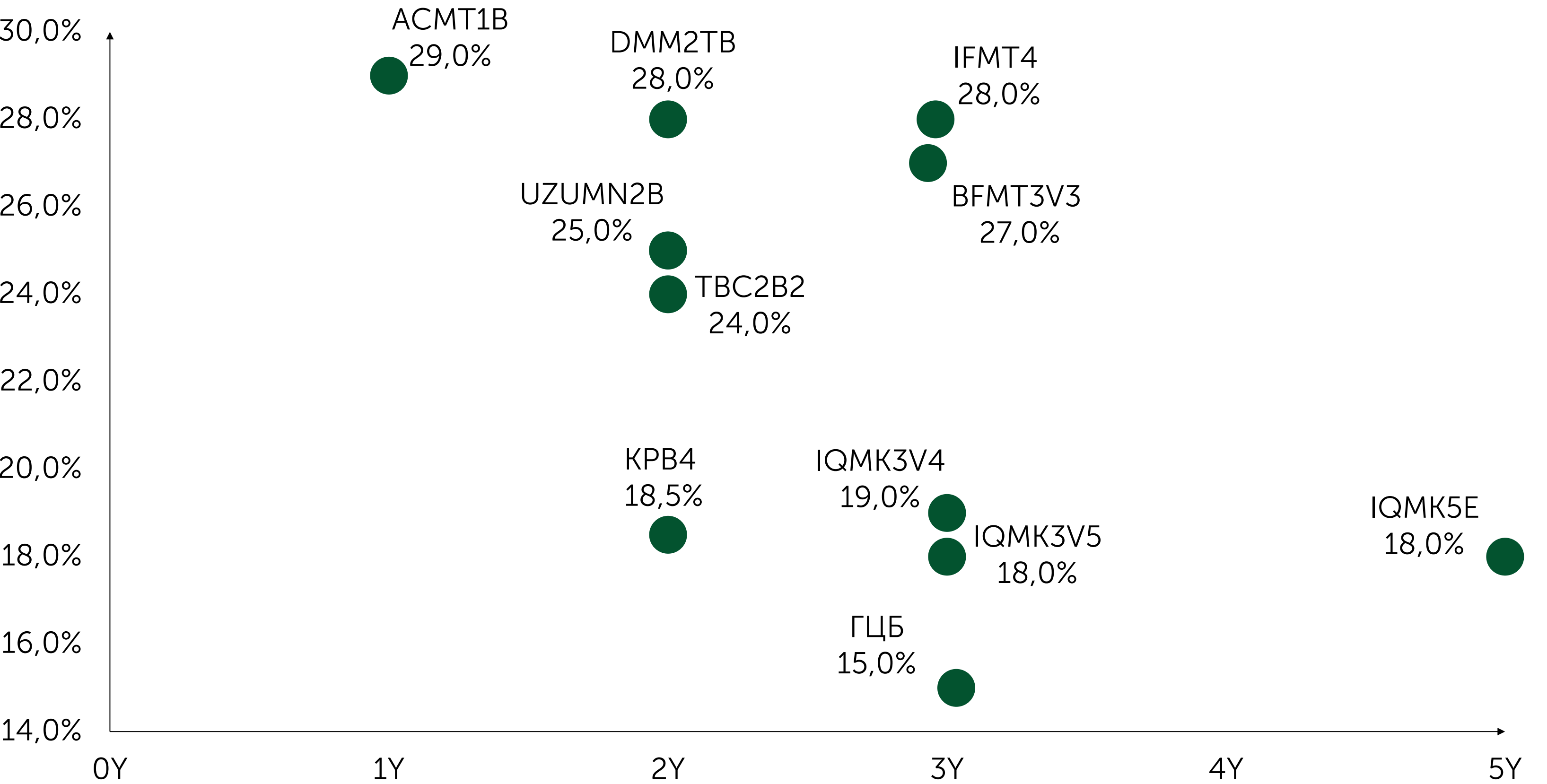
За рассматриваемый период на первичном и вторичном рынках было заключено 983 (-29,0% к апрелю) сделок с общим объемом торгов в 69,1 (-26,9%) млрд сум:

- UZUMN2B — 51,6 млрд сум (3 сделки);
- ACMT1B — 11,1 млрд сум (686 сделок);
- DMMT2B — 4,4 млрд сум (46 сделок);
- BFMT3V3 — 1,2 млрд сум (85 сделок);
- Прочие инструменты — 0,8 млрд сум (163 сделок).



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+

Купонные ставки на рынке, % годовых



В Узбекистане создадут национальную перестраховочную компанию (ПКУ) с уставным капиталом в 300 млрд сумов. В капитале компании государство и частные инвесторы будут участвовать поровну — по 50%. Государственную долю представляет Национальное агентство перспективных проектов, которое внесёт 5% капитала в первый месяц и остальное — равными частями в течение года. ПКУ будет работать по всем направлениям перестрахования, включая защиту инвестиций и международные проекты. В 2025 году планируется увеличить внутренний перестраховочный рынок до 4 трлн сумов, увеличить экспорт услуг на 30% и привлечь до 150 млрд сумов инвестиций. С 1 сентября перестраховщики и страховые брокеры обязаны сначала предлагать договоры с ПКУ, а только потом передавать обязательства иностранным компаниям. При частичном отказе оставшуюся часть можно передавать другим перестраховщикам.

В Узбекистане официально утверждены Правила предотвращения мошенничества на рынке ценных бумаг (рег. №3625 от 27.05.2025). Документ регламентирует меры по недопущению обмана и манипуляций на рынке. Агентство перспективных проектов назначено главным регулирующим органом в этой сфере. Правила запрещают участникам рынка совершать сделки без смены собственника, распространять ложную информацию и создавать искусственные колебания цен для манипуляций. Также запрещается имитировать активную торговлю с целью введения в заблуждение. Организаторы торгов и участники обязаны в течение трёх дней после сделки информировать уполномоченный орган при выявлении признаков мошенничества.

По обзору Fitch Ratings, опубликованному 12 мая 2025 года, реформа банковской системы Узбекистана с 2020 года продвинулась значительно, показав ощутимые результаты, несмотря на сохраняющиеся вызовы и новые риски. Ключевым достижением стала приватизация Ипотека-банка, однако продажа других крупных госбанков до конца 2025 года будет сложной из-за проблем с качеством кредитов и конкуренции. Государственные банки постепенно переходят к коммерческому кредитованию и улучшают управление через создание Национального инвестиционного фонда. Несмотря на снижение долларизации, сохраняются риски, связанные с качеством активов и зависимостью от внешнего финансирования. Рост розничного кредитования вызывает опасения перегрева, поэтому Центробанк ужесточает меры. Особое внимание уделяется рискам в кредитовании малого и среднего бизнеса в уязвимых секторах экономики.

Международное рейтинговое агентство AM Best подтвердило кредитные рейтинги узбекской страховой компании Uzbekinvest на уровне «В» (финансовая устойчивость) и «bb» (долгосрочный кредитный рейтинг) со стабильным прогнозом. Рейтинги отражают сильную финансовую позицию компании, при этом операционная эффективность и профиль бизнеса оцениваются как умеренные. Компания обладает высоким уровнем капитализации и консервативной инвестиционной стратегией с акцентом на качественные зарубежные облигации. Uzbekinvest улучшила методы оценки потенциальных убытков и планирует дальше развивать управление капиталом.

Навоийский ГМК (НГМК) успешно разместил на Лондонской фондовой бирже дополнительные евробонды на \$500 млн со ставкой 6,75% годовых. Бумаги выпущены в форматах RegS и 144A при поддержке консорциума банков Citi, JP Morgan, Societe Generale и MUFG. Спрос со стороны инвесторов превысил \$2,3 млрд — в 4,6 раза больше объема размещения. Привлечённые средства направят на рефинансирование и оптимизацию кредитного портфеля.

На ежегодном заседании ЕБРР в Лондоне «Асакабанк» вновь удостоился звания «Самый активный банк-эмитент в Узбекистане». Это уже четвертая награда банка в данной номинации — ранее он получал её в 2019, 2022 и 2023 годах. Присоединившись к программе торгового финансирования ЕБРР в 2019 году, банк демонстрирует устойчивый рост и активную поддержку внешней торговли, особенно в сегменте малого и среднего бизнеса. Торговое финансирование стало одним из стратегических приоритетов «Асакабанка» в рамках укрепления внешнеэкономических связей страны.

Комитет по конкуренции признал АО «Click» оператором цифровой платформы с доминирующим положением на рынке онлайн-платежей и обязал компанию внедрить систему антимонопольного комплаенса для предотвращения возможных злоупотреблений.

С 8 мая 2025 года Республиканская фондовая биржа «Тошкент» возобновила торги акциями АО «Maroqand» и АО «HUMANS COMPANIES». Это решение было принято в соответствии с Правилами организации торгов с ценными бумагами, не включёнными в биржевой листинг, по обращениям Центрального депозитария и уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг.

На фондовой бирже 22 мая 2025 были приостановлены торги с акциями Торгового комплекса Чиланзар (CBSK) в связи с проведением капитализации в соотношении 1:1. Данное решение обусловлено по итогам общего годового собрания акционеров проведенной эмитентом 8 апреля 2025 года. С 27 мая биржа возобновила торги с акциям CBSK после успешного проведения капитализации (1:1). Цена была скорректирована до 1,79 сум.

С 27 мая акции Андижанского биохимического завода исключены из котировального листа Республиканской фондовой биржи «Тошкент». Решение о делистинге, возможно, связано с прошедшей в июле 2024 года приватизацией предприятия: 96% госпакета акций было выкуплено компанией Jasmine Gold Group за 101,3 млрд сумов. Основанный в 1953 году завод специализируется на производстве спирта и дрожжей. В 2023 году объем производства составил около 1 млн дал спирта, а чистая прибыль — 10,1 млрд сумов.

Агентство по управлению госактивами сообщило о продаже спортивного комплекса «Ёшлик» в Ташкенте. Победителем конкурса по приватизации доли в Invest Group Centre, управляющей объектом, стал «Капиталбанк», предложивший 297,9 млрд сумов (около \$23 млн). Покупатель должен завершить оплату в течение месяца и сохранить профиль деятельности комплекса минимум на 10 лет. Запрещено любое новое строительство на территории, а реконструкция возможна только с согласия градостроительного совета.

Операционный доход экосистемы TBC Uzbekistan в первом квартале 2025 года вырос на 113% и составил 744 млрд сумов. Чистая прибыль достигла 98 млрд сумов, а с учетом корректировки по убыткам по кредитам — превысила 190 млрд. ROE — 13,7%. Объем кредитного портфеля достиг 10 трлн сумов (+121% за год), доля на рынке необеспеченных потребкредитов — 17%. Депозиты физлиц выросли до 5,7 трлн сумов (+85%). Узбекстанский бизнес стал ключевым для TBC Bank Group, обеспечив 53% всех потребкредитов и 13% вкладов группы. Количество уникальных пользователей превысило 19,7 млн.

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.