



**FREEDOM
BROKER**

Ежемесячный инвестиционный обзор

Выпуск №6 Июнь

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	4-6
Банковский сектор	7
Курс валют	8
Прогнозы ВВП	9
Рейтинги Узбекистана	10

НОВОСТИ ЭКОНОМИКИ

Внутренний фон	11
Внешний фон	12

ФОНДОВЫЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

Общая информация	13
Рынок акций	14-17
Рынок облигаций	18
Внелистинговый (ОТС) рынок	19

ЭМИТЕНТЫ

АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа»	20
АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана»	21

КОРПОРАТИВНЫЕ НОВОСТИ	22
-----------------------	----

Ключевые события

Инвестиции — это то, к чему стремится каждая страна мира, поскольку они являются катализатором устойчивого экономического роста, способствуют внедрению современных технологий, модернизации инфраструктуры, поддержанию высокого уровня занятости и повышению конкурентоспособности как на внутреннем, так и на внешнем рынках.

Привлечённые инвестиции — это не только приток капитала, но и трансфер знаний, доступ к передовым управленческим практикам и укрепление деловой репутации страны. В этой связи государства стремятся формировать благоприятный инвестиционный климат — через совершенствование законодательства, снижение бюрократических барьеров, предоставление налоговых льгот и обеспечение прозрачности процедур. Одним из ключевых инструментов привлечения крупных инвестиций является проведение международных инвестиционных форумов, которые становятся площадкой для прямого диалога между государственными структурами и бизнесом. Такие мероприятия позволяют презентовать приоритетные национальные проекты и заключать соглашения о долгосрочном сотрудничестве.

Так, 29 апреля 2019 года в Узбекистане был принят Постановление Президента №ПП-4300 «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики». В соответствии с этим документом был учреждён Организационный комитет (в составе представителей Администрации Президента, профильных министерств и ведомств) по подготовке и проведению Ташкентского международного инвестиционного форума. Комитету поручено разработать программу мероприятий, координировать взаимодействие национальных и зарубежных участников, а также обеспечивать системное сопровождение подписания инвестиционных соглашений.

Указ также заложил правовую и организационную основу для регулярного проведения форума, который призван стать ключевой площадкой для привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику Узбекистана.

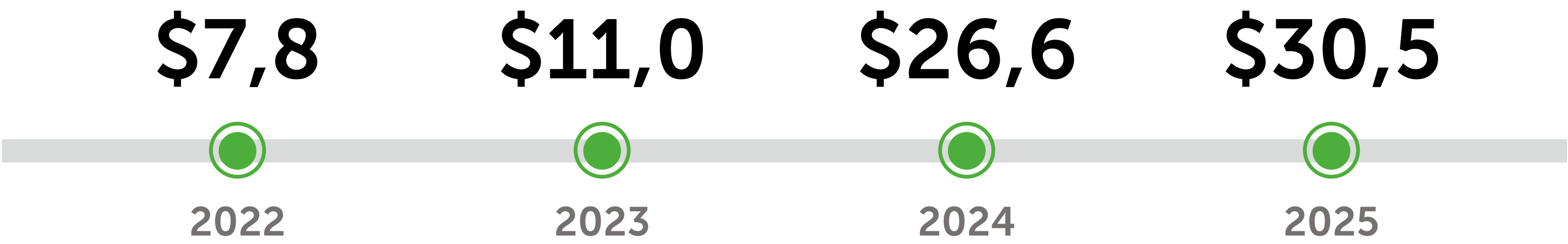
Спустя три года, 24 марта 2022 года состоялся **Первый Ташкентский международный инвестиционный форум (ТМИФ)**, ознаменовавший новый этап в формировании благоприятного инвестиционного климата Узбекистана. В нем приняли участие свыше 2 000 делегатов из 56 стран мира. По итогам форума был подписан пакет контрактов и инвестиционных соглашений на сумму 7,8 млрд долларов США. **На втором и третьем ТМИФ** были заключены соглашения на **11 млрд и 26,6 млрд долларов** соответственно, что подтвердило растущий интерес инвесторов к Узбекистану.

10 июня 2025 года прошел четвертый ТМИФ — **самый масштабный за всю историю форума**. В нем приняли участие более 8 000 представителей бизнеса, инвесторов и международных организаций, включая свыше 3 000 зарубежных гостей из 97 стран мира. Среди них — 450 высокопоставленных лиц, включая 312 представителей правительственных структур. Общий объем подписанных инвестиционных соглашений достиг рекордных **30,5 млрд долларов США**, что на 14,6% превысило показатель 2024 года. В рамках форума также состоялись 36 панельных сессий с участием более 150 спикеров, а также крупная промышленная выставка, продемонстрировавшая производственный и инвестиционный потенциал страны.

Ключевым событием ТМИФ-2025 стало выступление Президента Узбекистана Шавката Мирзиёева, посвященное важности глобального партнерства между странами, выбравшими курс на устойчивое развитие. Президент обозначил **четыре приоритетных направления сотрудничества в условиях перехода к новой эре глобальных трансформаций:**

«Зеленая» экономика. Государство продолжает наращивать возобновляемую энергетику: за короткий срок в сектор привлечено почти \$6 млрд иностранных инвестиций, производства электроэнергии выросла с 59 до 82 млрд кВт·ч и к 2030 г. превысит 120 млрд кВт·ч при доле «зеленой» генерации в 54 %. Одновременно модернизируются сети (\$4 млрд инвестиций; передача в частное партнёрство: Самарканд — 2025 г., ещё 8 регионов — 2026 г.), а также запущена

Динамика объемов подписанных инвестиционных соглашений по годам (млрд)



торговля «зелёными сертификатами» и будет создано платформа «Зеленый Узбекистан» для климатических инвестиций с присоединением к глобальным углеродным рынкам.

Цифровые технологии и Искусственный интеллект. ИТ-экспорт страны в 2025 г. достигнет \$1 млрд, с амбициями увеличить этот показатель в пять раз к 2030 г. По индексу готовности к ИИ Узбекистан поднялся на 17 позиций за год. В ближайшие пять лет запланировано строительство 20 дата-центров общей мощностью свыше 500 МВт и запуск национальной платформы «Облачные технологии». Параллельно создаётся отечественная модель ИИ и реализуется проект «Один миллион лидеров ИИ» для подготовки кадров.

Финансовые реформы. После комплексной оценки сектора МВФ и Всемирный банк одобрили реформы банковской, страховой и фондовой сфер. Учреждены Совет по финансовой устойчивости и платформы кибербезопасности и fintech при ЦБ, создана Национальная перестраховочная компания и цифровая платформа перестрахования. Венчурные инвестиции растут: две стартап-компании уже превысили оценку в \$1 млрд, объём альтернативных фондов планируется довести до \$1 млрд за пять лет.

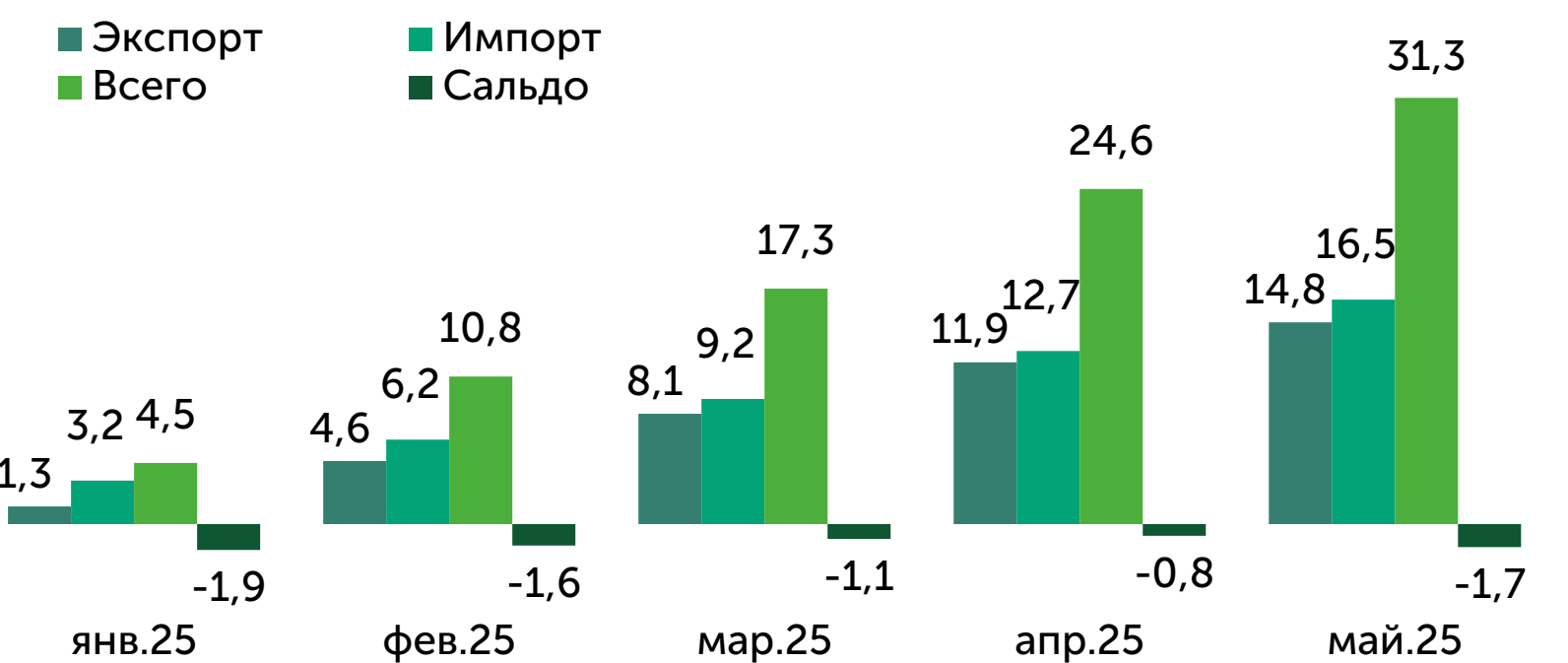
Стратегия по технологическим минералам. Узбекистан обладает значительными запасами вольфрама, молибдена, магния, лития, графита, ванадия, титана и других критически важных элементов (потенциал оценивается в \$3 трлн). В Ташкентской и Самаркандской областях создаются технопарки «Металлы будущего» с полным циклом производства, где инвесторам будет возвращаться рентный налог в течение 10 лет.

Все эти шаги формируют прочную основу для устойчивого роста и повышения конкурентоспособности Узбекистана на глобальной арене.

Напоминаем, в 2025 году Узбекистан намерен привлечь 42 млрд долларов иностранных инвестиций.

Внешняя торговля. За пять месяцев 2025 года внешнеторговый оборот Узбекистана достиг 31,3 млрд долларов, увеличившись на 15,0% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года.

Внешняя торговля, млрд долларов



Торговые отношения осуществлялись со 189 странами мира — на 6 больше по сравнению с апрелем текущего года.

Основные торговые партнеры	Млрд \$	Доля, %
КНР	5,40	17,2%
Россия	4,84	15,4%
Казахстан	1,79	5,7%
Турция	1,10	3,5%
Республика Корея	0,71	2,3%
Афганистан	0,62	2,0%
Франция	0,60	1,9%
Германия	0,55	1,8%
Индия	0,50	1,6%
ОАЭ	0,43	1,4%

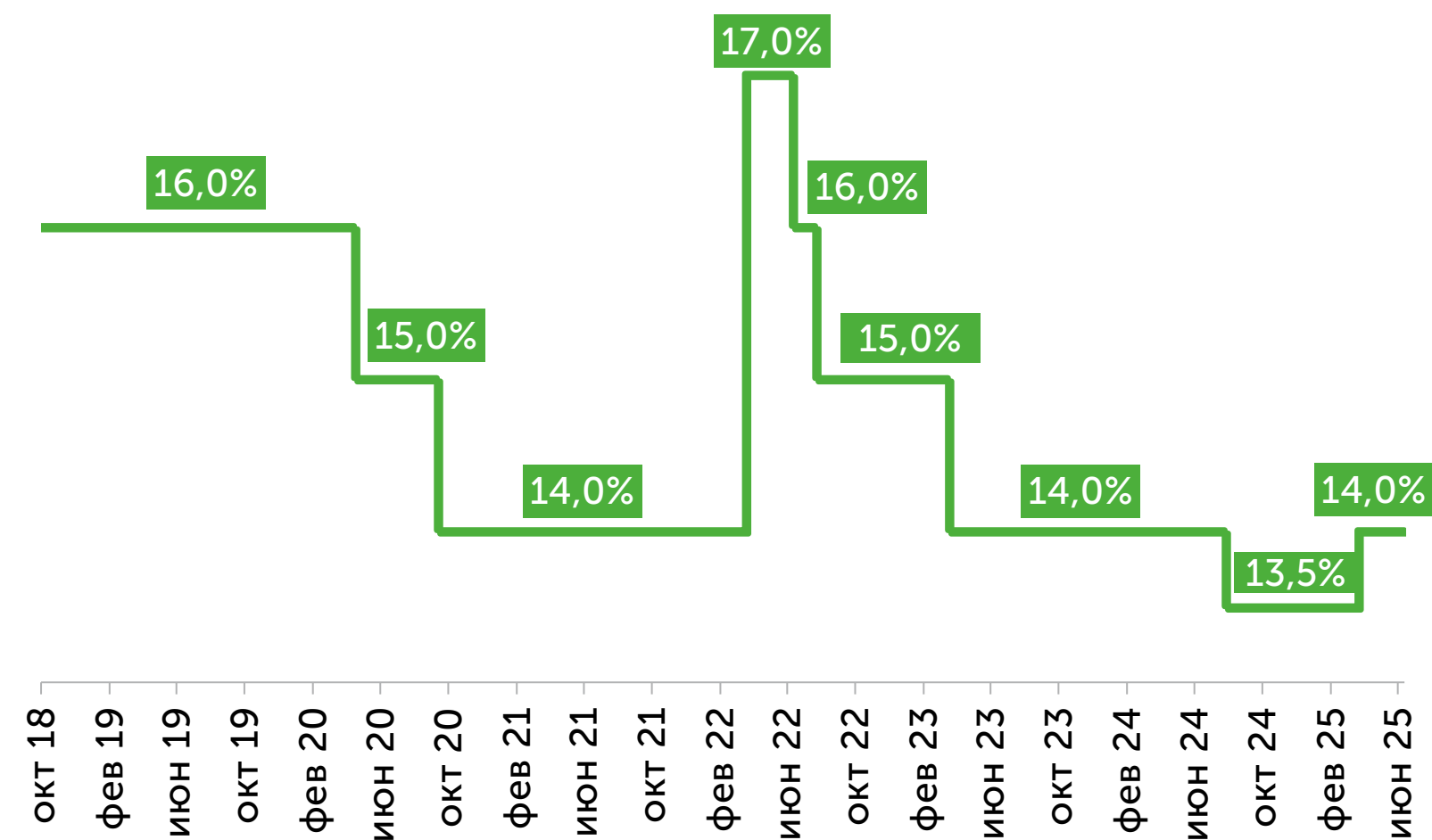
Экспорт. За отчетный период объем экспорта составил \$14,8 млрд, увеличившись на 31,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основную долю в структуре экспорта стабильно занимает золото — \$6,6 млрд (+56,9% г/г), что составляет 43,8% от общего объема. Также значимыми направлениями стали промышленная продукция (10,3%) и услуги (21,9%).

Импорт. Объем импорта достиг \$16,5 млрд, что на 3,7% выше показателя прошлого года. Основную часть импорта составили машины и транспортное оборудование (33,6%), а также химическая продукция (12,9%) и промышленные товары (16,1%).

Сальдо. После четырех месяцев снижения, отрицательное сальдо внешней торговли в мае увеличилось почти в два раза по сравнению с апрелем 2025 года, достигнув -1,7 млрд долларов.

Ключевая ставка. 12 июня 2025 года состоялось очередное заседание Правления Центрального банка, на котором было принято решение сохранить ключевую ставку на уровне 14% годовых.

Динамика ключевой ставки с 2020 г



Это обусловлено сохраняющимся инфляционным давлением на экономику, вызванным высоким внутренним спросом и ростом базовой инфляции, которая в мае достигла 8,5% в годовом выражении. Несмотря на снижение общего уровня инфляции до 8,7% — вследствие исчерпания эффекта прошлогоднего повышения

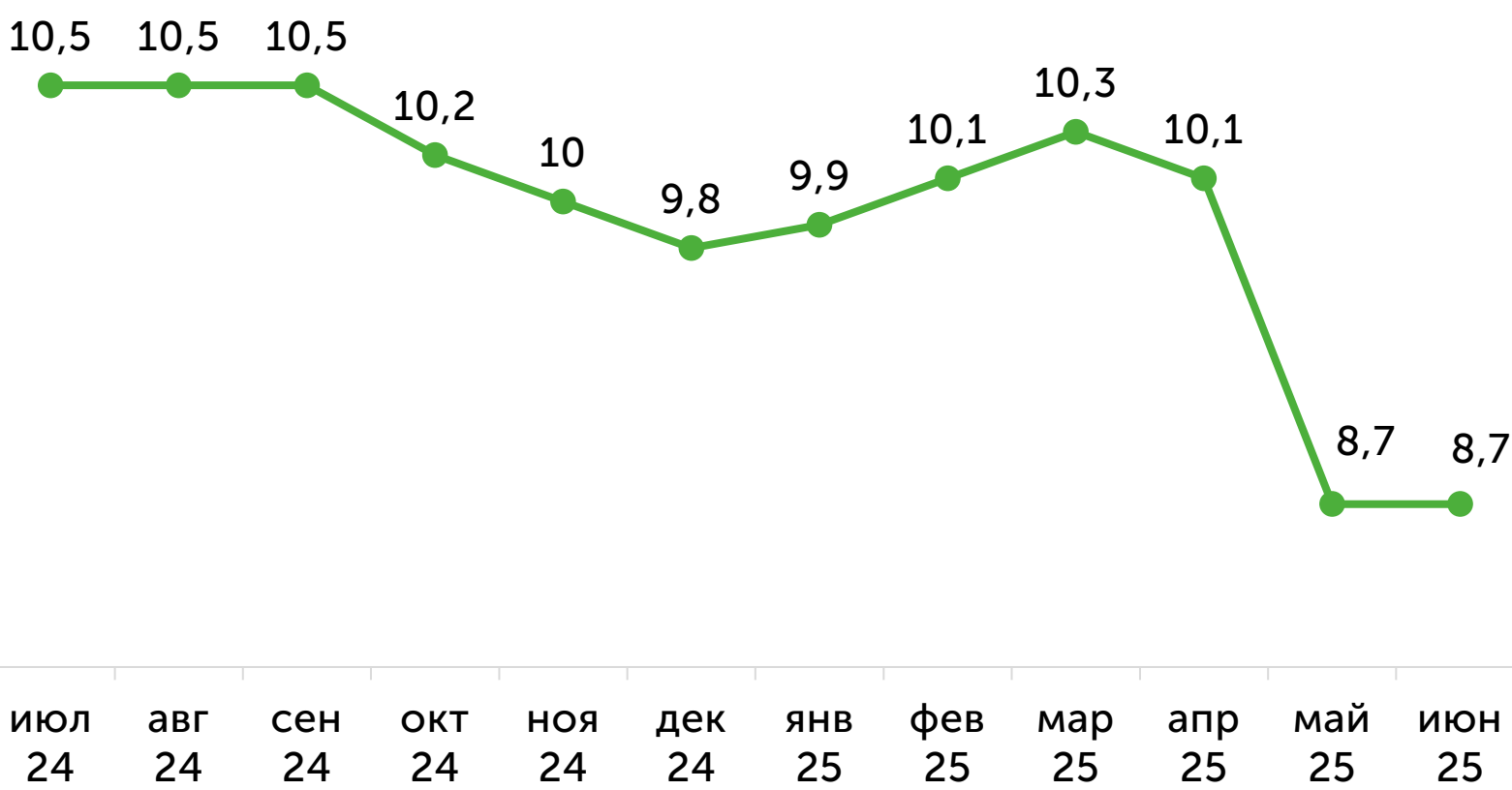
тарифов на энергоносители, — инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются высокими. Поддерживаемый активным развитием торговли, сектора услуг, межбанковских операций, трансграничных переводов, а также увеличением объемов кредитования и бюджетных расходов, совокупный спрос продолжает оказывать давление на цены.

Учитывая внешние риски, включая рост мировых цен на продовольствие, сохраняющуюся неопределённость в глобальной экономике и напряжённость в международной торговле, Центральный банк не исключает возможности дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики в случае усиления инфляционного давления.

Следующее заседание по ключевой ставке запланировано на 24 июля 2025 года.

Инфляция. В июне индекс потребительских цен (ИПЦ) не изменился, оставаясь на уровне 8,7% в годовом выражении. При этом наблюдался дефляция в сводном ИПЦ на -0,2% к предыдущему месяцу.

Траектория инфляции, 1 год



Значительные изменения были зафиксированы по основным группам ИПЦ: цены по продовольственным товарам продолжили снижение второй месяц подряд, уменьшившись на 1,1%, непродовольственные товары выросли на 0,2%, что на 1,5% ниже роста за предыдущий месяц, цены на услуги также выросли на 0,8% однако этот рост существенно ниже, чем в мае (+5,9%).

С начала года рост по основным группам составил:

- продовольственные товары – 1,7%;
- непродовольственные товары – 3,1%;
- услуги – 10,7%.

Снижение сводного индекса потребительских цен в июне в значительной степени было обусловлено удешевлением продуктов питания и безалкогольных напитков на 0,51%. В девяти группах товаров и услуг зафиксирован рост цен в диапазоне от 0,01% до 0,12%. Наибольшее повышение (+0,12%) отмечено в категории

«жилищные услуги, водоснабжение, электроэнергия, газ и другие виды топлива». Цены в оставшихся трёх группах остались без изменений.

Инфляционные ожидания. Согласно июньскому опросу Центрального банка, население и бизнес Узбекистана начали более сдержанно оценивать перспективы роста цен. Несмотря на устойчивую тенденцию к снижению инфляционных ожиданий, они по-прежнему превышают уровень фактической инфляции, которая составила 8,7% в годовом выражении.

Население. Средний уровень инфляционных ожиданий сократился на 0,5 п.п. — до 13,2%. Медианное значение снизилось до 11% (-0,1 п.п.). Позитивные сдвиги в оценках связаны с улучшением восприятия динамики цен на коммунальные услуги, топливо, энергоресурсы и валюту. Единственным фактором, где ожидания выросли, стали доходы — заработные платы и пенсии.

Бизнес. Средний уровень ожиданий среди предпринимателей снизился на 0,9 п.п. — до 11,8%, медианное значение — до 10,3% (-0,5 п.п.). Как и население, бизнес-сообщество отметило рост цен исключительно в категории трудовых выплат, тогда как по остальным позициям ожидания продемонстрировали снижение.

Общая тенденция свидетельствует о постепенном восстановлении уверенности в стабильности цен, но разрыв между ожиданиями и реальной инфляцией сохраняется.

Международные резервы государства. За первое полугодие 2025 года Узбекистан увеличил свои международные резервы на 17,9%, достигнув уровня 48,5 млрд долларов, однако, они снизились на 2,2% по отношению к уровня мая месяцы.

Это в основном связано с сокращением валютных резервов на 16,5% — до \$9,6 млрд. При этом с начала года зафиксирован рост на 11,2%.

Несмотря на общее снижение, золотовалютные резервы страны продемонстрировали увеличение на 2,0% (и на 19,9% с января), достигнув \$38,4 млрд. Также увеличился физический объем золота — с 11,4 до 11,7 млн тройских унций (хотя с января наблюдается снижение с 12,3 млн унций).

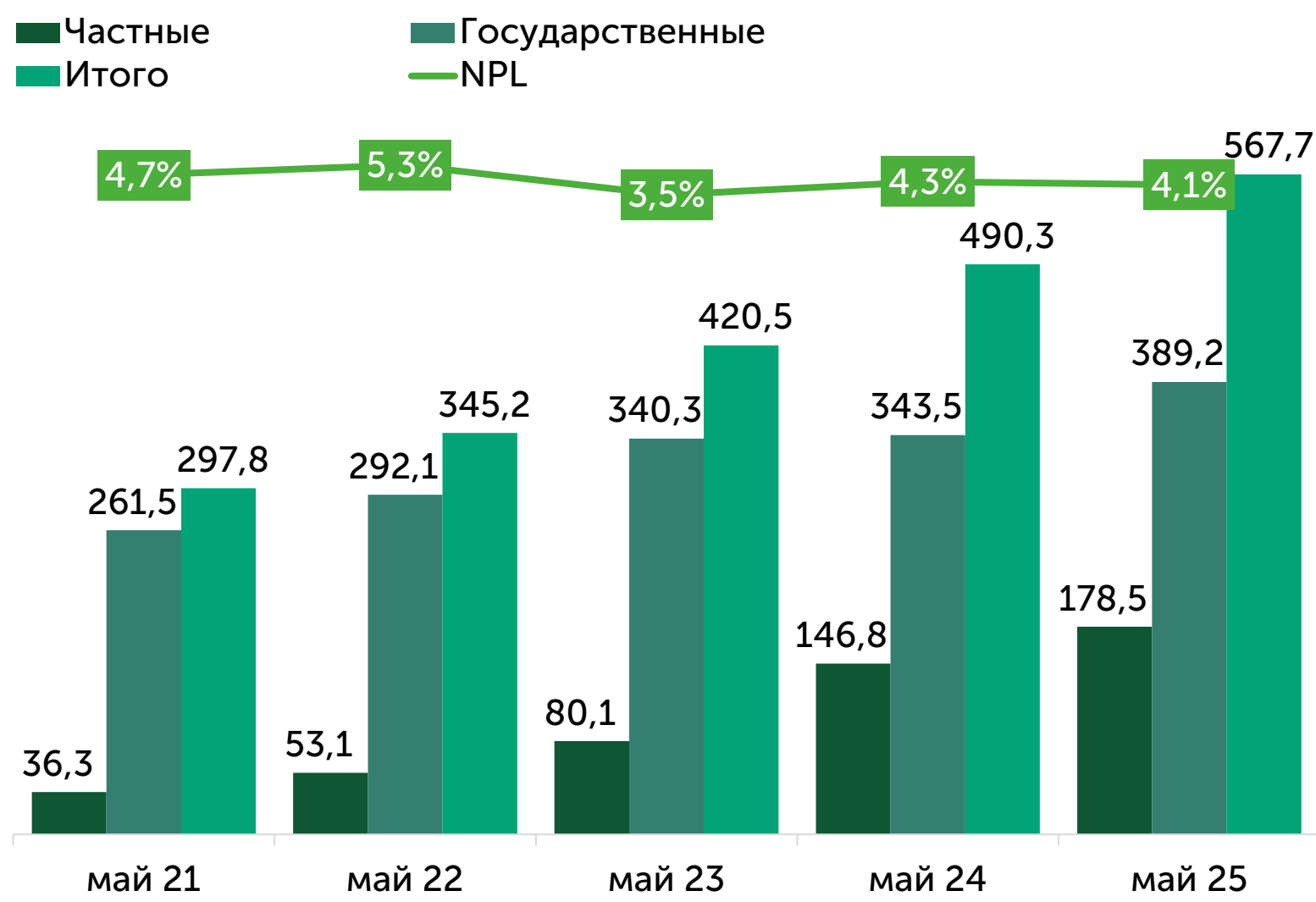
Кроме того, уменьшились и другие активы в иностранной валюте: с \$85,1 до \$63,3 млн. В частности, депозиты и золото, не включаемые в официальные резервные активы, сократились на 28,8% и 16,2% соответственно.

В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

9 ГОСУДАРСТВЕННЫХ
БАНКОВ

27 ЧАСТНЫХ
БАНКОВ

Финансовые показатели коммерческих банков. По итогам мая 2025 года совокупный кредитный портфель банков увеличился на 0,37% по сравнению с предыдущим месяцем, достигнув 567,7 трлн сумов. Для сравнения, в аналогичном периоде 2024 года прирост составил 15,8% или 77,4 трлн сумов. Объем проблемных кредитов (NPL) снизился на 0,1% по отношению к апрелю, что эквивалентно сокращению на 130 млрд сумов в абсолютном выражении.



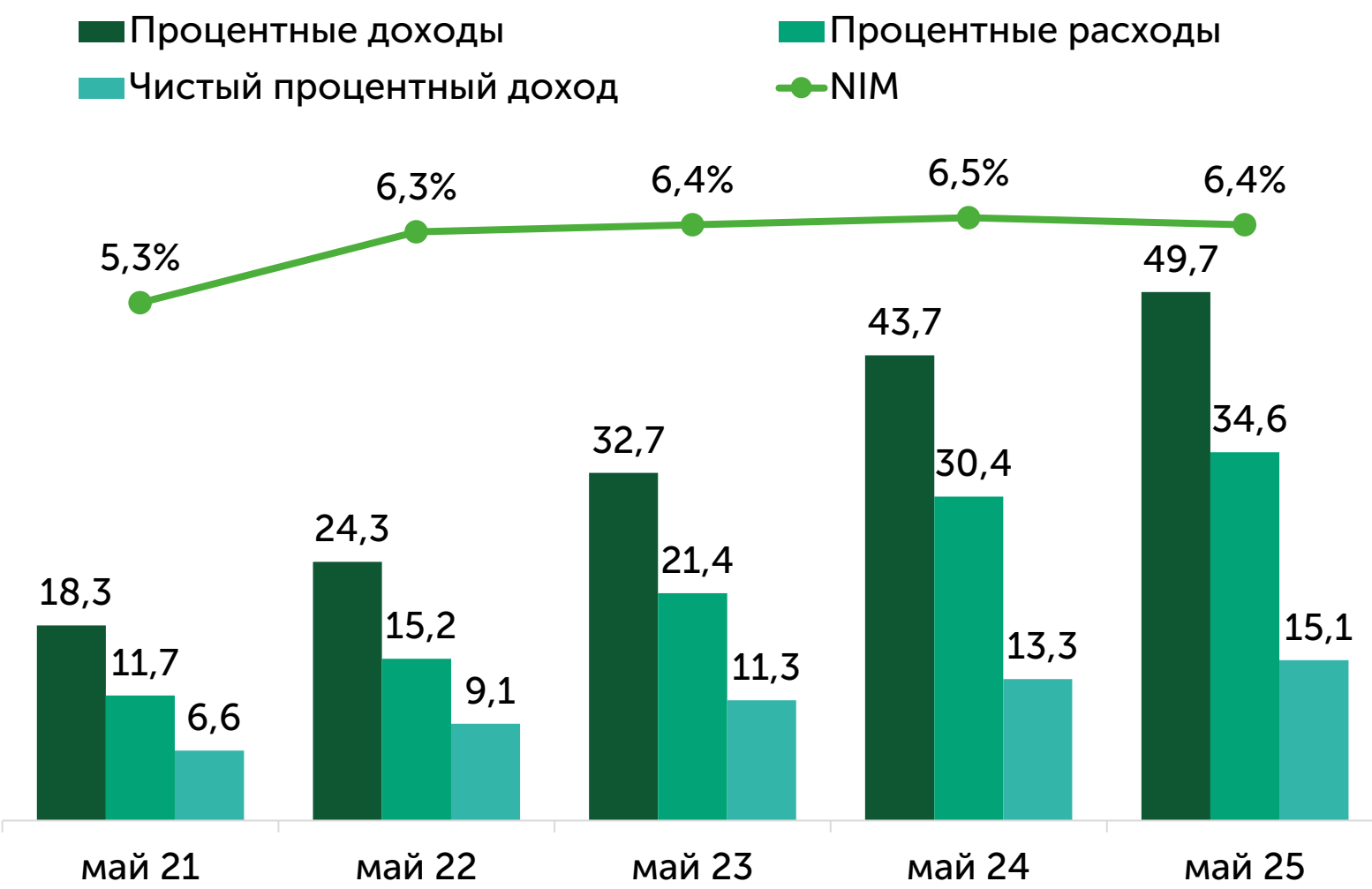
Доходы банков продолжили рост:

- процентные доходы увеличились на 13,6% г/г, составив 49,7 трлн сумов,
- беспроцентные доходы выросли на 28,1% г/г – до 26,5 трлн сумов.

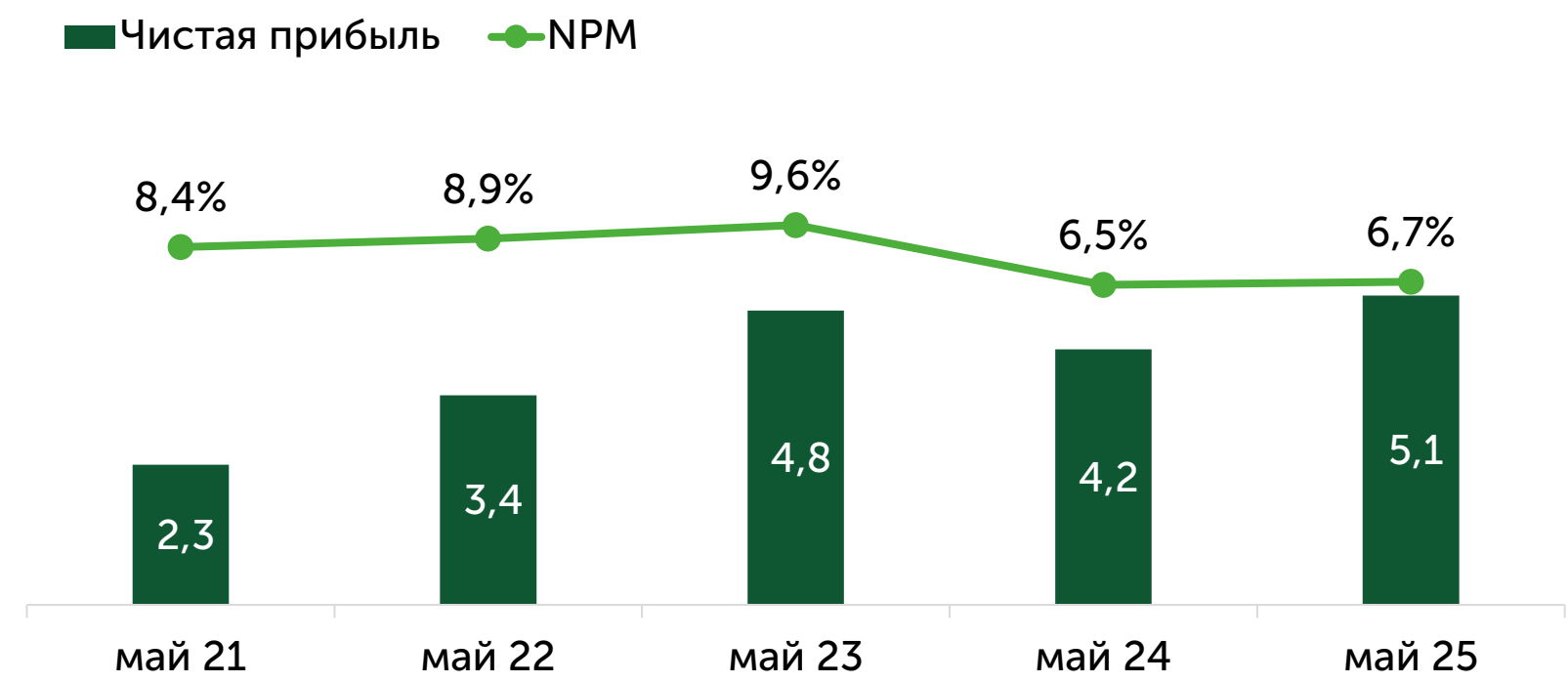
При этом расходы по данным направлениям составили:

- 34,7 трлн сумов по процентным операциям (+13,7% г/г),
- 9,4 трлн сумов по беспроцентным операциям (+30,6% г/г).

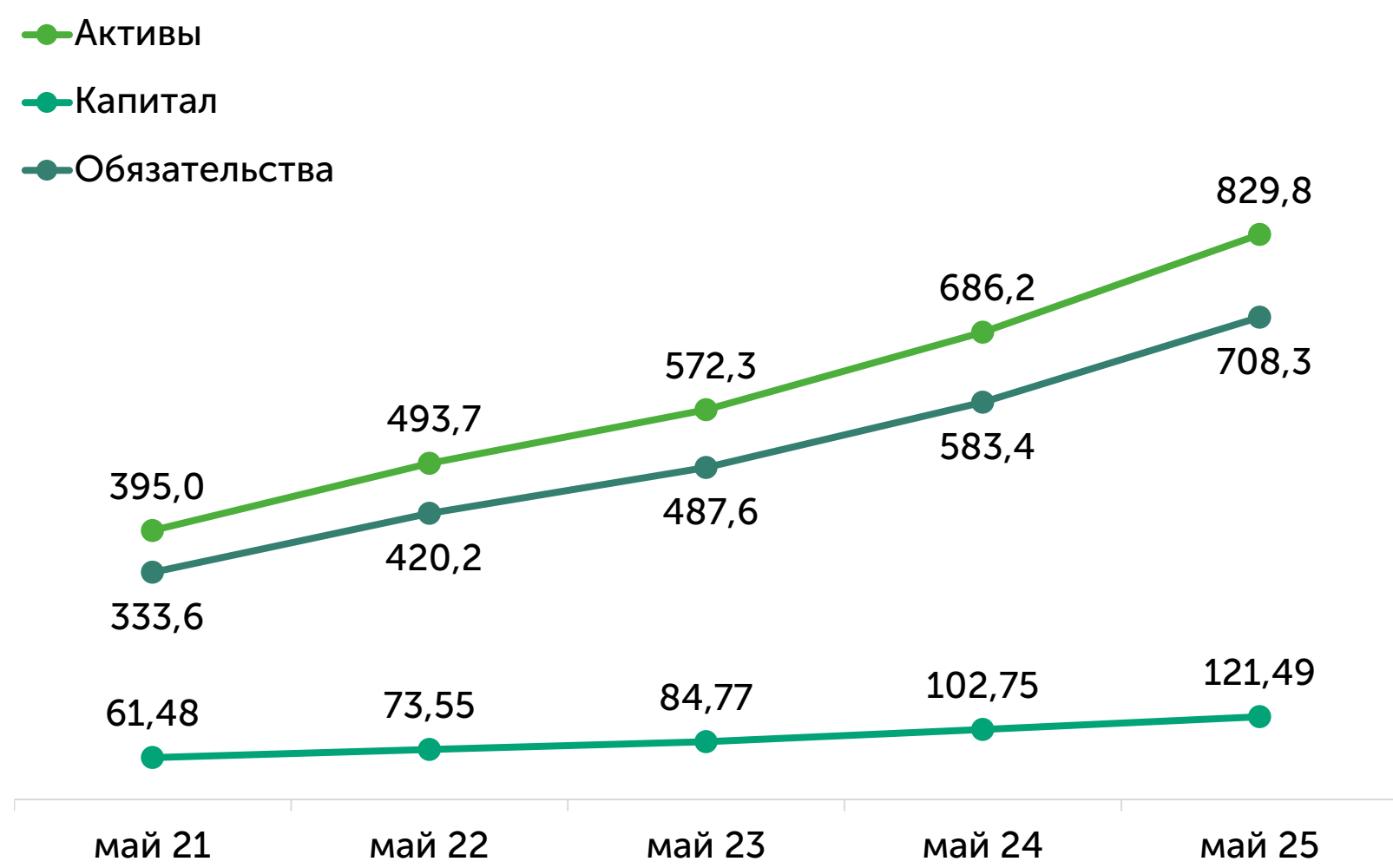
Оценочные резервы на возможные убытки по кредитам и лизингу составили 11,5 трлн сумов (+14,8% г/г), а некредитные убытки были оценены в 3,6 трлн сумов, что на 21,3% выше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



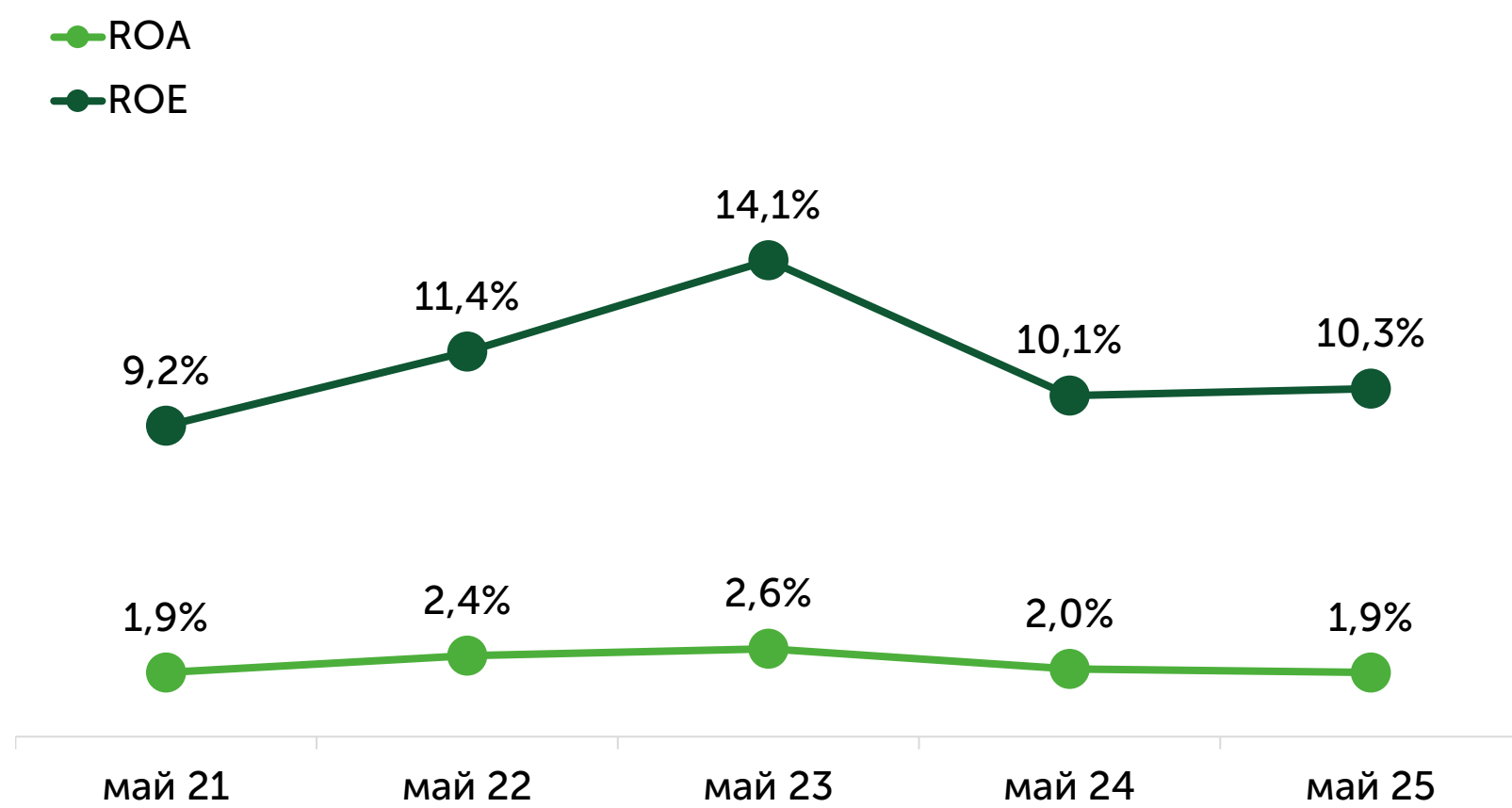
В итоге совокупная чистая прибыль банков в мае достигла 5,1 трлн сумов, что составляет 73% от общей прибыли, полученной за весь 2024 год.



Динамика балансовых показателей банков, трлн сум



Рентабельность банков



Топ-10 по кредитному портфелю	Трлн сум	Доля, %
Узнацбанк	108,5	19,1%
Агробанк	70,9	12,5%
Узпромстройбанк	68,5	12,1%
Асакабанк	39,9	7,0%
Ипотека банк	35,4	6,2%
Капитал банк	34,0	6,0%
Народный банк	30,0	5,3%
Банк развития бизнеса	23,8	4,2%
Хамкорбанк	20,1	3,5%
Микрокредитбанк	19,6	3,5%

Прогноз среднегодового уровня курса USD/UZS

	2025	2026	2027
Минэкономфин РУз	13 250	13 725	14 150
S&P Global	13 650	14 300	15 000
ЕАБР	13 200	14 100	14 500

В первом полугодие 2025 года **узбекский сум по отношению к доллару США укрепился на 2,06%**, достигнув уровня **12 654,13 сум**.

Как мы видим в динамике, с января по май курс сохранялся на уровне выше 12 900 сум с несколькими краткосрочными откатами и достиг рекордного значения - 13 003,95 сум за доллар. Однако в июне общий тренд сменился на нисходящий, продемонстрировав минимальные значения (24 июня – 12 410,99 сум), которые ранее были зафиксированы год назад.

Первым фактором укрепления национальной валюты является **проводимые в Узбекистане экономические реформы**, обеспечивающие стабильный рост ключевых макроэкономических показателей и укрепление репутации страны как надёжного партнёра на международном рынке.

Вторым и самым важным фактором стало **ослабление доллара США**, которое повлияло не только на национальную валюту Узбекистана, но и на валюты соседних стран, а также государств Европы и других регионов.

За полгода индекс доллара (DXY*) продемонстрировал самое значительное снижение за аналогичный период с 1973 года. Показатель опустился на **10,9 %** — с 108,3 до 96,5 пунктов, что стало крупнейшим полугодовым падением за последние 52 года.

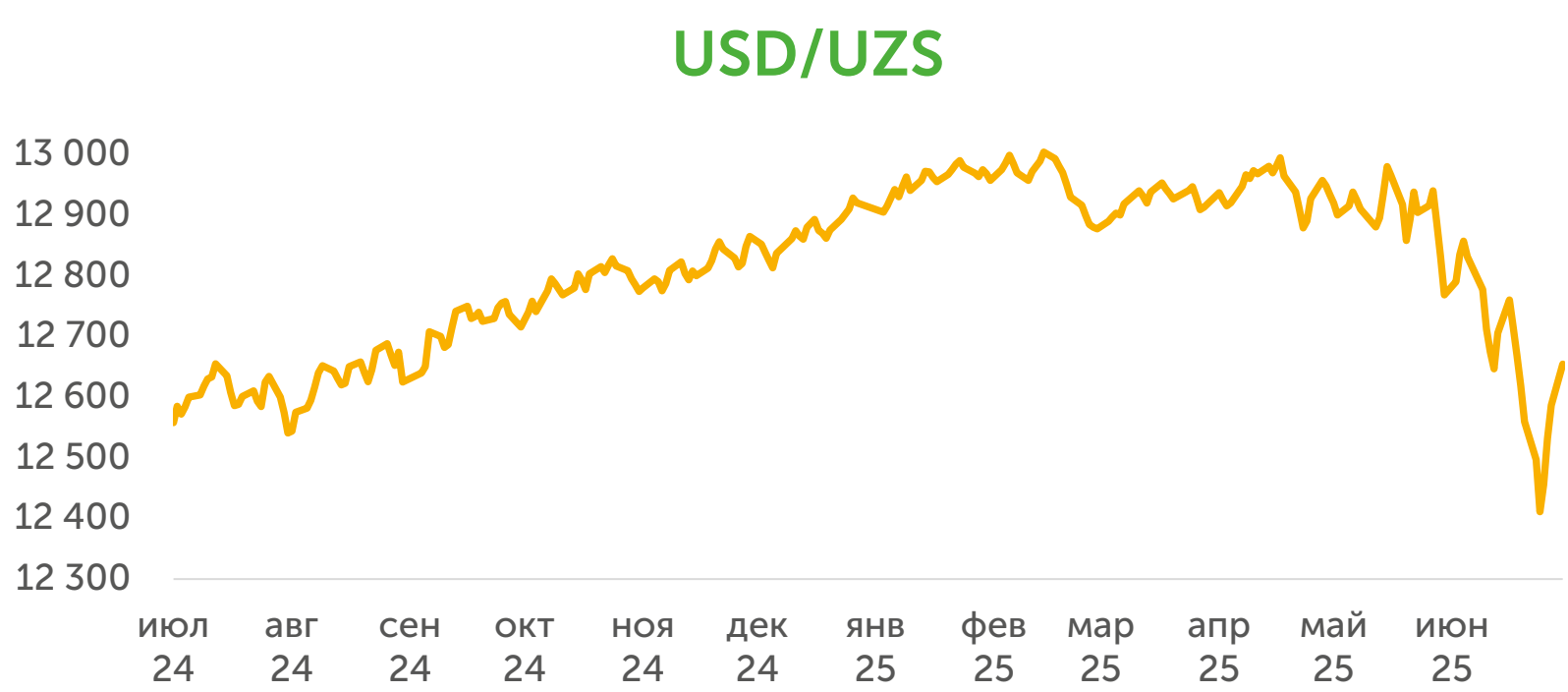
В апреле президент США объявил о введении пошлин на импорт товаров из большинства стран мира, что оказало значительное давление на доллар. Впоследствии администрация приостановила действие этих мер на 90 дней для более чем 75 стран, однако сохранявшаяся торговая напряжённость, особенно в отношениях с Китаем — ключевым торговым партнёром США, продолжала влиять на курс. Основной целью тарифной политики Вашингтон обозначает возвращение производственных мощностей в страну, защиту внутреннего рынка и сокращение государственного долга, который превысил 36 трлн долларов. Дополнительным фактором ослабления доллара стали сомнения в независимости Федеральной резервной системы (ФРС), а также усилившиеся ожидания более агрессивного снижения процентной ставки в целях поддержки экономического роста.

Эти факторы способствовали укреплению большинства мировых валют к доллару США, однако по отношению к узбекскому суму отдельные валюты продемонстрировали разнонаправленную динамику.

*индекс доллара (DXY, рассчитывается по стоимости валюты США к корзине из еще шести в разных пропорциях: евро, японской иены, фунта стерлингов, канадского доллара, шведской кроны и швейцарского франка)

Узбекский сум по отношению к пяти валютам

	2020	2021	2022	2023	2024	6М '25
USD/UZS	10,19%	3,44%	3,58%	9,92%	4,71%	-2,06%
RUB/UZS	-7,93%	4,11%	6,51%	-12,95%	-4,54%	23,82%
KZT/UZS	0,60%	-0,44%	-2,13%	11,67%	-7,91%	-2,88%
EUR/UZS	20,52%	-4,39%	-2,15%	14,80%	-2,15%	10,29%
CNY/UZS	17,34%	6,23%	-5,25%	7,68%	1,97%	-0,29%



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
Евразийский банк развития	6,5	6,3	8,1	6,8
Международное рейтинговое агентство S&P GLOBAL	6,0	5,5	10,1	9,6

Евразийский банк развития прогнозирует рост экономики Узбекистана на 6,5% в 2025 году

24 июня 2025 года Евразийский банк развития (ЕАБР) представил обновлённый макроэкономический обзор, впервые включив в него Узбекистан после его официального присоединения к организации в апреле текущего года. Согласно прогнозу, ВВП страны в 2025 году увеличится на 6,5%, в 2026 году — на 6,3%, а в 2027 году темпы роста достигнут 6,4%.

Среди ключевых факторов экономического подъёма ЕАБР выделяет рост экспорта драгоценных металлов, текстильной и сельскохозяйственной продукции, а также значительный объём государственных инвестиций в транспортную и коммунальную инфраструктуру. Дополнительную поддержку окажут устойчивые потоки денежных переводов от трудовых мигрантов и активное расширение банковского кредитования.

Основным внешним риском для макроэкономической динамики аналитики банка называют возможное ослабление внешнего спроса со стороны ключевых торговых партнёров Узбекистана — в первую очередь России, где прогнозируется замедление экономической активности.

Инфляционное давление, по прогнозу ЕАБР, будет постепенно снижаться: с 8,1% в конце 2025 года до 6,8% в 2026-м и 5,4% в 2027 году, что приблизит инфляцию к целевому диапазону Центрального банка Узбекистана. В этих условиях базовая ставка, как ожидается, останется на уровне 14,0% до конца текущего года, после чего возможно её поэтапное снижение до 11% к концу 2027 года.

Валютный прогноз предполагает умеренную девальвацию национальной валюты: среднегодовой курс доллара США составит 13 200 сумов в 2025 году и около 14 300 сумов в 2026–2027 годах. Поддержку курсу обеспечит рост экспортных поступлений и денежных переводов, в то время как давление на национальную валюту может оказывать расширение импорта в условиях сохраняющегося внутреннего спроса и смягчения монетарной политики.

Отметим, что Узбекистан стал седьмым участником ЕАБР и третьим по величине акционером, обладающим долей в капитале в размере 10%. Макроэкономический прогноз для страны сформирован с использованием созданной модели экономического анализа банка и станет основой для дальнейшей интеграции Узбекистана в проекты развития региона.

Суверенные кредитные рейтинги Узбекистана

Moody's

S&P Global

FitchRatings

Ba3 / Positive

BB- / Positive

BB / Stable

Международные агентства улучшили оценку кредитоспособности Узбекистана

В 2025 году все три крупнейших международные агентства дали позитивную оценку экономике Узбекистана. Moody's (14 июня) подтвердило долгосрочный рейтинг страны «Ba3» (эквивалентно «BB-») и подняло прогноз со «Стабильного» до «Позитивного». Аналогично S&P Global Ratings (23 мая) утвердило рейтинг «BB-» (или BB-/B) и впервые пересмотрело прогноз с «Стабильного» на «Позитивный». В то же время Fitch Ratings (26 июня) впервые за семь лет повысило суверенный долгосрочный рейтинг дефолта эмитента (РДЭ) Узбекистана из «BB-» до «BB». Прогноз по рейтингу остается «Стабильный», что отражает уверенность агентства в устойчивости макроэкономических условий страны.

Во всех трех оценках отмечается влияние масштабных реформ и устойчивый рост. Fitch прямо связывает улучшение рейтинга с ускорением реформ и благоприятными перспективами роста экономики. Moody's указывает на позитивные изменения в энергетическом секторе, усиление независимости советов директоров госкомпаний и улучшение фискальных показателей (снижение дефицита). S&P Global, со своей стороны, отметил «устойчивый рост» и продолжение реформ управления. Все агентства подчеркивают низкий уровень госдолга, высокие валютные резервы и рост доходов населения как факторы поддержки рейтинга.

Ключевые различия в подходах агентств заметны в действиях. Fitch повысило сам рейтинг страны на одну ступень (до «BB»), тогда как Moody's и S&P лишь изменили прогноз на «Позитивный», не затрагивая текущую градацию рейтинга. Прогноз Fitch остался «Стабильным» (означая отсутствие ожидания быстрых изменений), в то время как у Moody's и S&P – «Позитивным», что подразумевает возможность дальнейшего пересмотра вверх при выполнении условий. Таким образом, Fitch оказалась наиболее оптимистичной по самооценке кредитоспособности республики.

Повышение рейтинга до уровня «BB» (с «BB-») – знаковое событие для страны, означающее, что Узбекистан стал восприниматься международными инвесторами более надежным заемщиком. При повышении рейтинга уменьшаются риски для кредиторов и упрощается доступ к внешним займам. Более высокий рейтинг обычно способствует удешевлению заимствований на мировых рынках капитала и привлечению большего объема инвестиций.

Fitch особо выделяет сильные стороны экономики Узбекистана: очень низкий госдолг, значительные внешние и фискальные резервы и высокий потенциал роста. Эти преимущества позволяют стране укреплять финансы даже в условиях сохраняющихся рисков (низкий ВВП на душу населения, инфляция, «долларизация»).

В целом повышение до «BB» отражает улучшение доверия к экономической политике республики как на внутреннем, так и на международном рынках, расширяя возможности привлечения финансирования и инвестиций.

Внутренний фон

Со 1 по 2 июня в Самарканде прошёл Второй узбекско-китайский межрегиональный форум, собравший более 2 800 представителей бизнеса, властей, науки и образования из обеих стран. Вице-премьер Жамшид Ходжаев отметил, что Китай остаётся крупнейшим торговым и инвестиционным партнёром Узбекистана. За пять лет товарооборот удвоился, достигнув \$13 млрд по итогам 2024 года. Объём прямых инвестиций с 2017 года вырос в 5 раз, а число предприятий с китайским участием достигло 3 700. Хоким Ташкентской области обозначил шесть приоритетных направлений для инвестиций — фармацевтика, переработка агропродукции, электротехника, стройматериалы, текстиль и туризм. Было подписано более 10 новых инвестсоглашений. Также намечены проекты по добыче золота, серебра, базальта и бирюзы.

9 июня президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев встретился с главой Нового банка развития БРИКС Дилмой Русеф. В ходе переговоров было обсуждено развитие сотрудничества с банком, в том числе реализация договоренностей, достигнутых в октябре 2024 года на саммите БРИКС. Совет управляющих дал принципиальное согласие на присоединение Узбекистана к банку, а также утверждена программа первоочередных совместных проектов на сумму \$5 млрд.

11 июня Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев встретился с президентом ЕБРР Одиль Рено-Бассо. Обсуждено расширение сотрудничества: инвестиции ЕБРР в страну превысили €5,5 млрд, в 2025 году планируется привлечь ещё €1,1 млрд, в основном в частный сектор. Стороны обозначили приоритеты: водоснабжение, энергоэффективность, ипотека, развитие СЭЗ, поддержка МСБ и женского предпринимательства. Особое внимание уделено ГЧП в образовании и здравоохранении, а также стартапам в сфере ИИ и цифровизации.

Постановлением Кабинета Министров №371 от 18 июня 2025 года утверждены меры по совершенствованию системы поддержки «зелёных» государственных закупок: с 2026 года в тендерах вводятся обязательные экологические критерии, к 2030 году доля «зелёных» закупок должна достичь 30%, при этом участникам с экологической маркировкой начисляются дополнительные баллы, а государственные заказчики обязаны ежегодно увеличивать долю таких закупок, начиная с 15% в 2026 году.

Согласно опросу Центра экономических исследований и реформ (ЦЭИР), большинство узбекистанцев положительно оценивают качество банковских услуг, однако 38% считают, что сегмент кредитования нуждается в улучшении. Также потребители отмечают необходимость доработки платёжных сервисов (25%) и переводов (11%). Более 50% респондентов считают спектр банковских услуг широким, но 9% — ограниченным. Главными факторами при выборе банка остаются качество обслуживания, рекомендации и доступность. Несмотря на высокий охват картами (94%) и уровень удовлетворённости, 27% граждан по-прежнему используют только наличные — чаще всего из-за недоверия к онлайн-сервисам.

23 июня президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев подписал Закон «О санации и ликвидации банков». Документ определяет правовые механизмы оздоровления проблемных банков и их ликвидации, распространяясь также на банковские группы и холдинговые структуры. Уполномоченным органом назначен Центральный банк, который вправе вводить санацию при наличии одновременно трех условий: неплатежеспособности банка, невозможности стабилизации ситуации и его системной значимости. Для финансирования мер создается Фонд санации, средства которого могут направляться на компенсации акционерам и кредиторам, поддержку ликвидности, предоставление гарантий и покрытие убытков при передаче активов. В особых случаях ЦБ вправе временно приостанавливать выплаты и ограничивать операции санлируемого банка.

Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев в ходе заседания Высшего Евразийского экономического совета (ЕАЭС) поблагодарил белорусскую сторону за высокий уровень организации и эффективное председательство. Он отметил, что углубление сотрудничества с ЕАЭС остается одним из внешнеэкономических приоритетов Узбекистана, особенно в условиях глобальных экономических вызовов. Глава государства подчеркнул, что за четыре года взаимодействия в статусе наблюдателя товарооборот со странами Союза вырос на 80%, достигнув \$18 млрд. Активно развиваются промышленная кооперация, расширяется номенклатура торговли, увеличивается количество совместных проектов. Среди приоритетных направлений Узбекистана обозначены устранение технических барьеров, участие в цифровых инициативах ЕАЭС, развитие МСП, агрокооперации и упрощение трудовой миграции. Отдельное внимание уделено инфраструктурным проектам в сотрудничестве с Евразийским банком развития. Узбекистан подтвердил готовность и далее укреплять взаимодействие с ЕАЭС и активно участвовать в многосторонних программах и проектах Союза.

Внешний фон

Всемирный банк немного улучшил прогноз роста экономики Узбекистана: государство сохранит позиции одного из лидеров по темпам роста среди развивающихся стран Европы и Центральной Азии. Ожидается рост ВВП на уровне 6,5% в 2024 году — выше прежнего прогноза в 5,3%. По этому по темпу роста республика уступит лишь Грузии (9,4%), Кыргызстану (9%) и Таджикистану (8,4%). В 2025–2027 годах темпы роста экономики Узбекистана останутся стабильными — 5,9% и 5,8% соответственно. На фоне глобальной нестабильности и замедления экономик России (1,4% в 2025 году) и Китая, регион в целом столкнется с рисками снижения темпов торговли. Для Центральной Азии ожидается спад роста до 5% в 2025 году и до 4,3% в 2026–2027 годах. Сдерживающими факторами остаются инфляция (около 10% в Узбекистане и Казахстане), слабый внешний спрос и низкие цены на сырьё. Однако драйверами роста могут стать туризм (+18% к уровню до пандемии), денежные переводы и развитие цифровых технологий, включая ИИ.

17 июня Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев принял участие во втором саммите «Центральная Азия – Китай» в Астане. Он подчеркнул рост сотрудничества с Китаем, включая увеличение товарооборота до \$100 млрд Центральной Азии с Китаем, создание Секретариата и запуск новых совместных инициатив. Среди ключевых предложений Узбекистана — создание Совета по торговле и инвестициям, Фонда развития «Центральная Азия – Китай», цифровой платформы «Электронный Шёлковый путь», а также индустриального и инфраструктурного пояса. Подняты вопросы экологической повестки, технологического трансфера, цифровизации и безопасности. Президент особо отметил важность поддержки Афганистана и предложил создать Группу высокого уровня с проведением первой встречи в Термезе. В завершение саммита подписаны Астанинская декларация, Договор о добрососедстве и запущены новые центры сотрудничества.

17 июня в Астане состоялись переговоры Президента Узбекистана Шавката Мирзиёева и Председателя КНР Си Цзиньпина. Лидеры подтвердили беспрецедентно высокий уровень стратегического партнёрства между

странами и обсудили ключевые вопросы двусторонней и региональной повестки. Отмечен рост торгово-экономического сотрудничества: товарооборот достиг \$14 млрд, инвестиционный портфель — \$60 млрд. Развиваются совместные проекты в промышленности, энергетике, логистике, цифровизации и образовании. Акцент сделан на ускорении строительства железной дороги Китай – Кыргызстан – Узбекистан и расширении гуманитарных обменов. Подписан протокол о завершении двусторонних переговоров по вступлению Узбекистана в ВТО, что стало важным итогом встречи.

Международный валютный фонд рекомендовал Узбекистану повысить гибкость обменного курса для усиления устойчивости к внешним шокам и повышения эффективности денежно-кредитной политики. МВФ призвал Центральный банк постепенно расширять диапазон колебаний курса и ограничить валютные интервенции случаями соблюдения принципа нейтральности или экстренными ситуациями. Также предложено четко определить критерии таких обстоятельств. В 2024 году ЦБ продал меньше валюты, чем предусмотрено принципом нейтральности, но ликвидность была стерилизована альтернативными мерами. Власти позитивно оценили рекомендации МВФ.

МВФ рекомендовал Узбекистану возобновить процесс приватизации банков, опираясь на опыт предыдущих сделок, а также улучшить прозрачность отчетности о качестве активов. Фонд призвал усилить корпоративное управление и привлекать инвесторов с опытом в банковской сфере. Также предложено постепенно сворачивать программы прямого и льготного кредитования, заменяя их рыночными механизмами поддержки приоритетных отраслей. Для повышения прозрачности МВФ советует создать открытую платформу для распределения государственных кредитов. Отдельное внимание уделено необходимости усиления регуляторных функций НАПП на рынках капитала и страхования, а также совершенствованию регулирования микрофинансовых организаций, включая управление кредитными рисками и устранение пробелов в нормативной базе.

Источники: СМИ



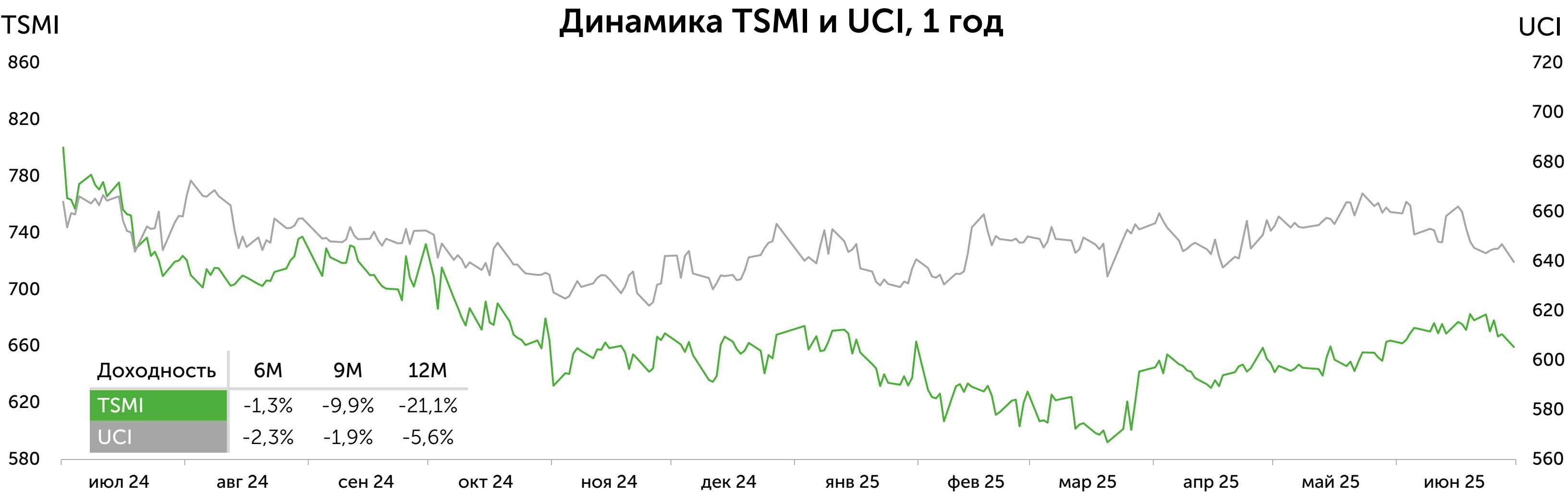
Общая информация

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 первом полугодии 2025 года индекс Tashkent Stock Market Index (TSMI) был ребалансирован дважды. В соответствии с установленными критериями ликвидности из состава индекса были исключены акции следующих эмитентов: Узпромстройбанк (SQBN), Кизилкумцемент (QZSM), Ипак Йули банк (IPKY), Трастбанк (TRSB) и Ипотека банк (IPTB). В результате с января по июнь количество ценных бумаг в индексе сократилось на пять, и по состоянию на конец июня его состав включает семь компонентов.

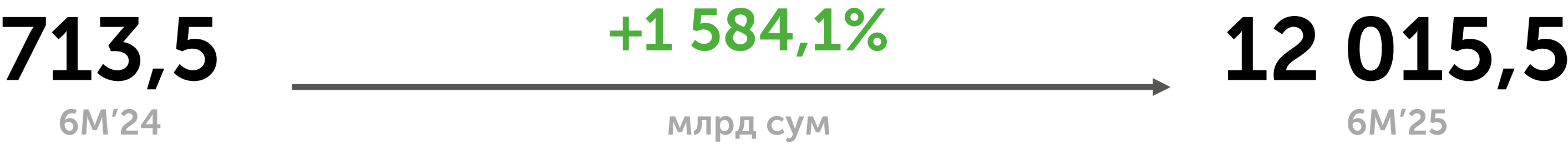
В течение первых шести месяцев 2025 года индекс Tashkent Stock Market Index (TSMI) продемонстрировал разнонаправленную динамику. В первом квартале наблюдалась нисходящая тенденция, достигшая исторического минимума на уровне 592 пунктов. Во втором квартале индекс сменил вектор и перешёл к фазе восстановления, завершив полугодие на отметке 659 пунктов, при этом зафиксировав локальный максимум на уровне 683 пунктов. Несмотря на позитивную динамику во втором квартале, с начала года индекс TSMI показал общее снижение на 1,30 п.п., в том числе в июне — на 0,68%.

Индекс Uzbekistan Composite Index (UCI) в июне 2025 года снизился на 3,05% — до уровня 640 пунктов. По итогам полугодия его общее снижение составило 2,35%.



Объем торгов

С января по июнь 2025 года общий объем торгов на бирже составил 12,0 трлн сум, что превышает уровень аналогичного периода 2024 года почти в 17 раз.



За этот же период на бирже было заключено 215 009 сделок, что на 59 353 сделок меньше за аналогичный период прошлого года.



Основной объём торгов пришёлся на внелистинговый (ОТС) рынок — 6,2 трлн сумов. Торги на рынке акций составили 5,3 трлн сумов, а на рынке облигаций — 0,5 трлн сумов. Разбивка рынков по долям:



Общий объем торгов компонентами индекса TSMI за полугодие 2025 года составил 47,4 млрд сумов, что эквивалентно 0,4% от общего биржевого оборота.

Ниже представлены данные по объёму и количеству сделок в разрезе каждого месяца первого полугодия 2025 года в следующих таблицах:

млрд сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25	кол. сделок	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
Акции	16,10	1 224,98	49,04	19,40	657,85	3 338,02	Акции	43 610	39 104	30 633	27 797	18 175	18 389
Облигации	3,51	2,50	207,34	94,52	69,05	116,17	Облигации	305	364	293	1 385	983	867
ОТС	461,60	386,16	550,47	151,97	4 064,66	602,15	ОТС	6 312	5 364	7 018	6 607	4 238	3 565

Торги на бирже активно ведутся в трёх секциях: Main Board, Nego Board и FoP Board. Основной объем сделок приходится на секцию **FoP Board**, на которую приходится 88,2% общего оборота. Секция **Nego Board** обеспечивает 8,3% объема торгов, а **Main Board** — 3,5%.

Справочник:

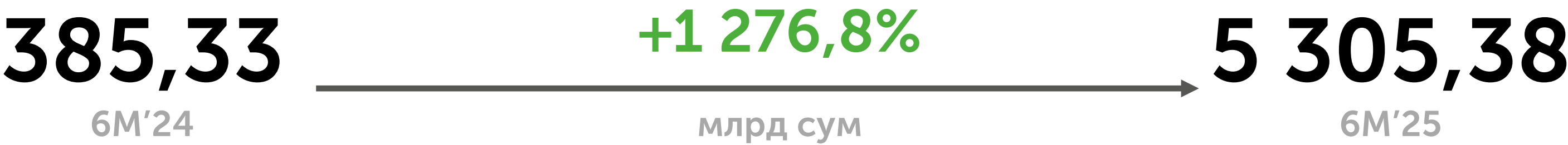
Main Board - основная секция с применением технологии «залпового аукциона для определения котировальных цен периода открытия и закрытия торгов и технологии непрерывного двойного аукциона «мэтчинг – matching» для совершения сделок

Nego board – секция в режиме переговорного аукциона с применением адресных заявок двойного аукциона с модулем «акцепт – accept» для совершения сделок в режиме блок-трейдинга

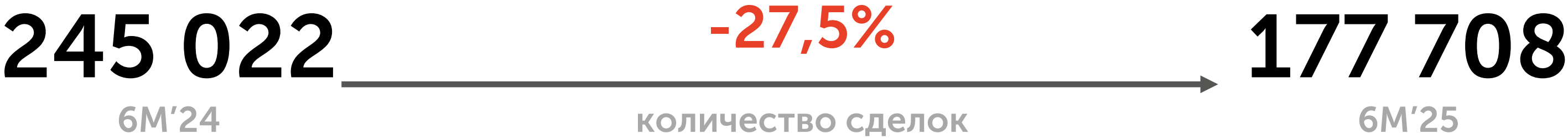
FoP Board (Free of Payments) – секция для сделок купли-продажи ценных бумаг или размещения эмитентом своих ценных бумаг в результате эмиссии без денежных расчетов методом «клиринг и поставка ценных бумаг без платежа», с применением технологии непрерывного двойного аукциона «мэтчинг – matching» для совершения сделок

Рынок листингованных акций

За январь–июнь 2025 года на долевым рынке было заключено сделок на общую сумму 5,3 трлн сумов, что в более 13 раз больше по сравнению с аналогичным периодом 2024 года.



При этом количество сделок сократилось на 67 314 до 177 708 по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



В основной секции (Main Board) объем торгов составил 40,9 млрд сумов, что на 41,9% ниже уровня первого полугодия прошлого года. Наибольший объем, как видно из таблицы, пришёлся на секцию FoP Board — 5,0 трлн сумов (+2 352,8% г/г).

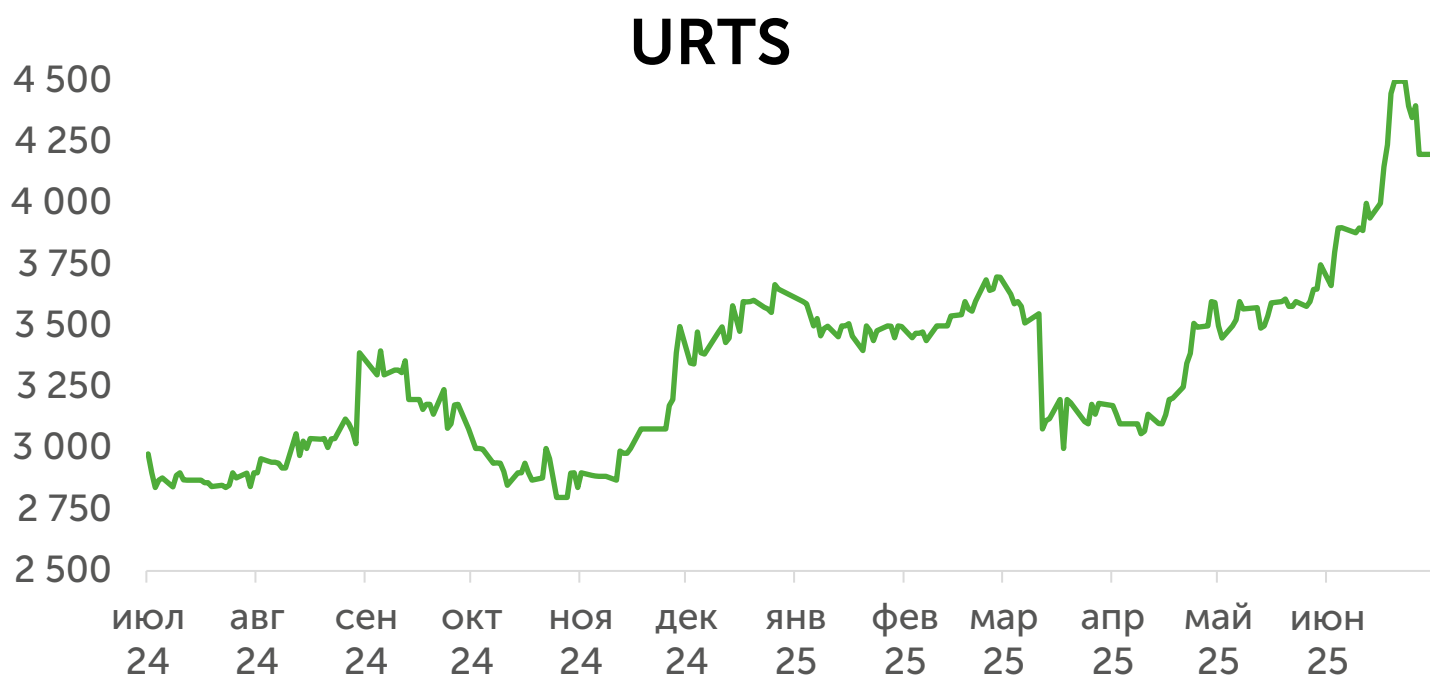
млрд сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
Main Board	7,61	5,26	6,23	8,80	8,94	4,08
Nego Board	8,49	31,11	42,81	10,60	23,51	56,09
FoP Board	0,00	1 188,61	0,00	0,00	625,40	3 277,85

Акции, входящие в индекс TSMI

По состоянию на 30.06.2025:

- URTS — АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа»
- UZTL — АК «Узбектелеком»
- НМКВ — АКБ «Хамкорбанк»
- UZMK — АО «Узметкомбинат»
- UZMT — АО «Узавтомоторс»
- CBSK — АО «Торговый комплекс Чиланзар»
- UNVB — АКБ «Универсал банк»

Тикер	27.12.2024	30.06.2025	Изм.%
TSMI Index	668,19	659,48	-1,30%
URTS	3 650,00	4 200,00	15,07%
UZTL	4 050,00	5 490,00	35,56%
НМКВ	24,39	25,35	3,94%
UZMK	4 300,00	4 000,00	-6,98%
UZMT	72 500,00	47 999,00	-33,79%
CBSK	0,98	2,23	127,55%
UNVB	8 900,00	9 500,00	6,74%



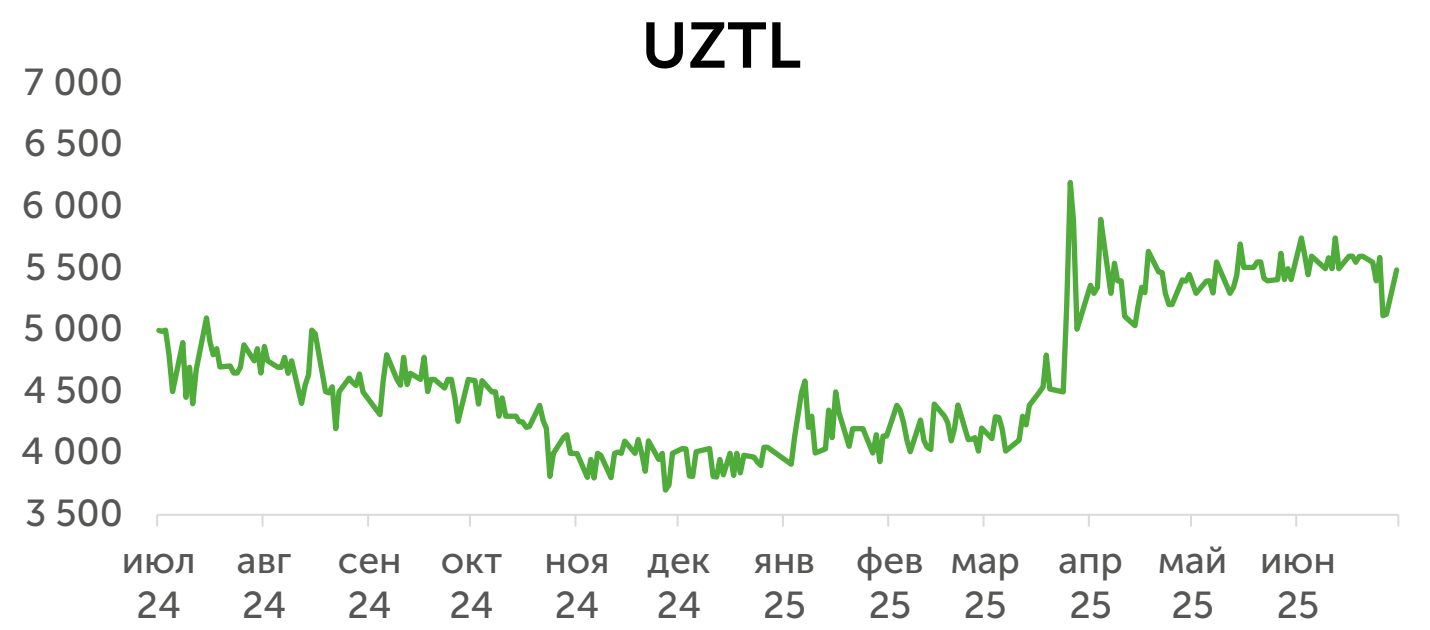
Доходность:

6М	9М	12М
15,1%	40,0%	41,0%

Объем торгов:

млн сум	январь.25	февраль.25	март.25	апрель.25	май.25	июнь.25
URTS	874,33	827,33	1 543,90	2 608,67	2 386,26	1 510,08

В первом полугодии 2025 года **акции Товарно-сырьевой биржи (URTS)** продемонстрировали разнонаправленную динамику. С начала марта до середины апреля наблюдалось снижение котировок, что в основном было связано с приближением даты закрытия реестра для получения дивидендов за 2024 год и ожиданиями итогов годового общего собрания акционеров. С середины апреля начался восходящий тренд, обусловленный повышенной активностью со стороны инвесторов. В результате 23 июня котировки достигли локального максимума на уровне 4 500 сумов, что отражает рост на 46,1% по сравнению с уровнем после капитализации, проведенной в ноябре. Период завершился на отметке 4 200 сумов, зафиксировав прирост на 12,0% за июнь. Совокупный объем торгов с начала года составил 9,7 млрд сумов.



Доходность:

6М	9М	12М
35,6%	19,6%	9,8%

Объем торгов:

млн сум	январь.25	февраль.25	март.25	апрель.25	май.25	июнь.25
UZTL	124,07	111,83	539,80	237,59	226,84	158,63

В I половине 2025 года **акции Узбектелекома (UZTL)** пользовались высоким интересом со стороны инвесторов, чему способствовала сохраняющаяся высокая ликвидность с начала года. 25 марта котировки преодолели уровень 5 000 сумов за акцию, а уже 26 марта достигли локального максимума в 6 200 сумов, что соответствует уровню, последний раз зафиксированному в начале 2024 года. Отличительной особенностью динамики UZTL стало то, что после пробития отметки в 5 000 сумов, цена закрытия ни разу не опускалась ниже этого уровня вплоть до конца отчетного периода. Для сравнения: за аналогичный период прошлого года акции преимущественно торговались в диапазоне 3 000 – 4 500 сумов. По итогам июня акции показали рост на 1,2%, завершив месяц на уровне 5 490 сумов за акцию.



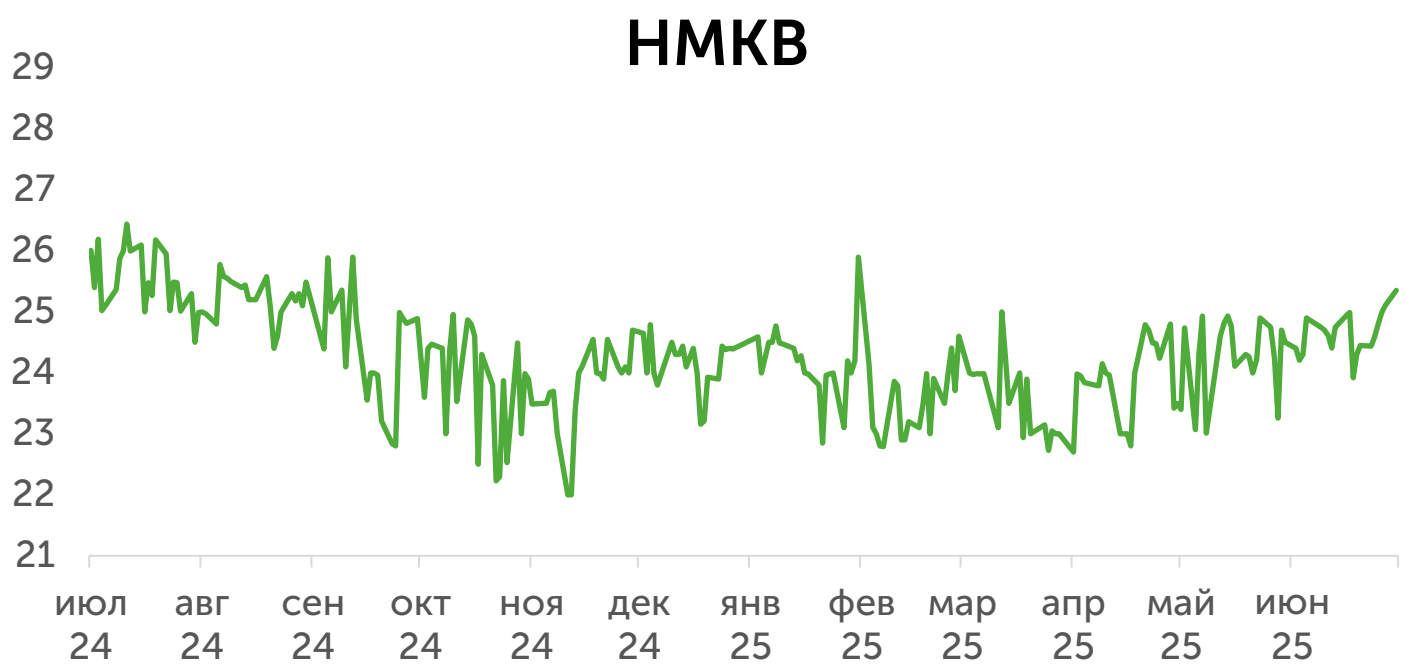
Доходность:

6М	9М	12М
127,6%	120,8%	163,9%

Объем торгов:

млн сум	январь.25	февраль.25	март.25	апрель.25	май.25	июнь.25
CBSK	3 838,55	18,39	483,87	108,66	69,43	94,15

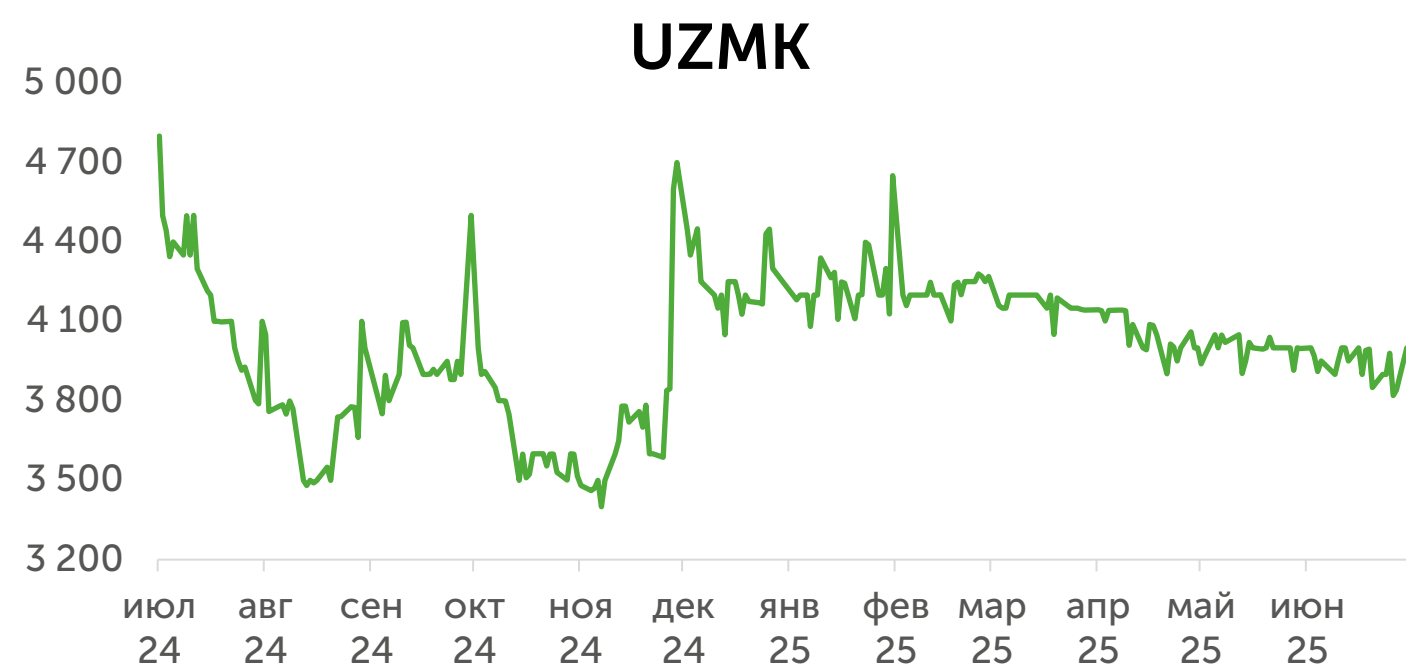
За шесть месяцев 2025 года **ценные бумаги Торгового комплекса Чиланзар (CBSK)** продемонстрировали уверенное укрепление на рынке, что способствовало росту интереса со стороны инвесторов. В первом квартале акции показали рост на 27,6%, при этом средний месячный прирост составил 8,45%. В апреле динамика ускорилась — котировки увеличились на 34,8%, превысив совокупный прирост за весь первый квартал. 28 мая 2025 года компания провела капитализацию в соотношении 1:1, после чего цена акций была скорректирована до 1,79 сумов. До момента капитализации (по состоянию на 21 мая) прирост с начала года составлял 82,1%. После капитализации бумаги продемонстрировали резкий рост, достигнув за четыре дня максимума в 2,50 сумов. Затем началась фаза консолидации, которая продолжалась 16 дней, в ходе которой акции торговались в диапазоне 2,35–2,45 сумов за акцию. После этого рыночные настроения сместились в сторону коррекции, и бумаги перешли в нисходящую динамику, завершив июнь снижением на 10,4% (2,23 сум). Несмотря на корректировку и стабилизацию, с начала года CBSK продемонстрировала рост на 127,6%. Общий объем торгов составил 4,6 трлн сумов, из которых 3,8 млрд сум пришлось на одну крупную сделку, проведенную на секции Nego Board.



Доходность:		
6М	9М	12М
3,9%	7,4%	-2,5%

Объем торгов:						
млн сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
НМКВ	327,74	1 458,06	194,84	423,76	405,70	410,75

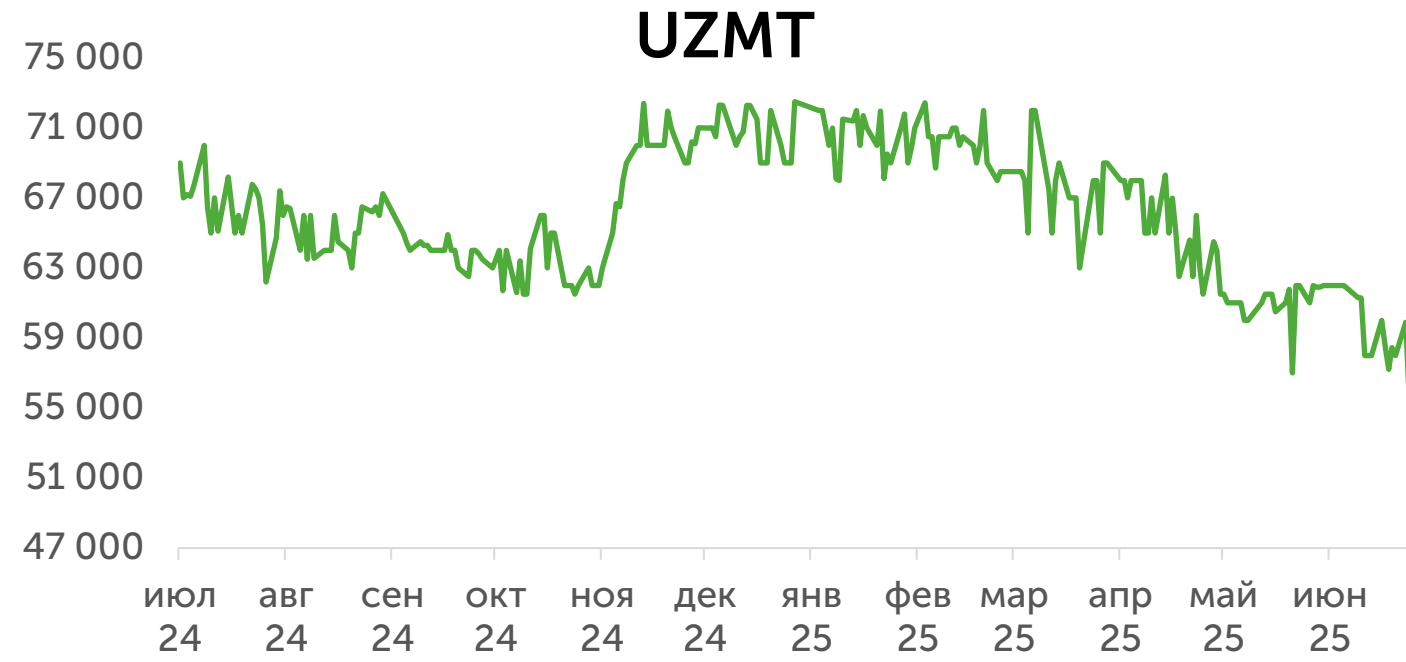
За рассматриваемый период акции Хамкорбанка (НМКВ) демонстрировали умеренную и стабильную динамику. Торги с ценными бумагами преимущественно проходили в диапазоне от 23 до 25 сумов за акцию. Во втором квартале текущего года наблюдалась устойчивая инвестиционная активность: средний объём торгов составил 413,4 млн сумов. По итогам июня котировки выросли на 3,5%, достигнув отметки 25,35 сумов за акцию.



Доходность:		
6М	9М	12М
-7,0%	0,0%	-16,7%

Объем торгов:						
млн сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
UZMK	270,61	204,51	135,81	259,68	391,16	200,86

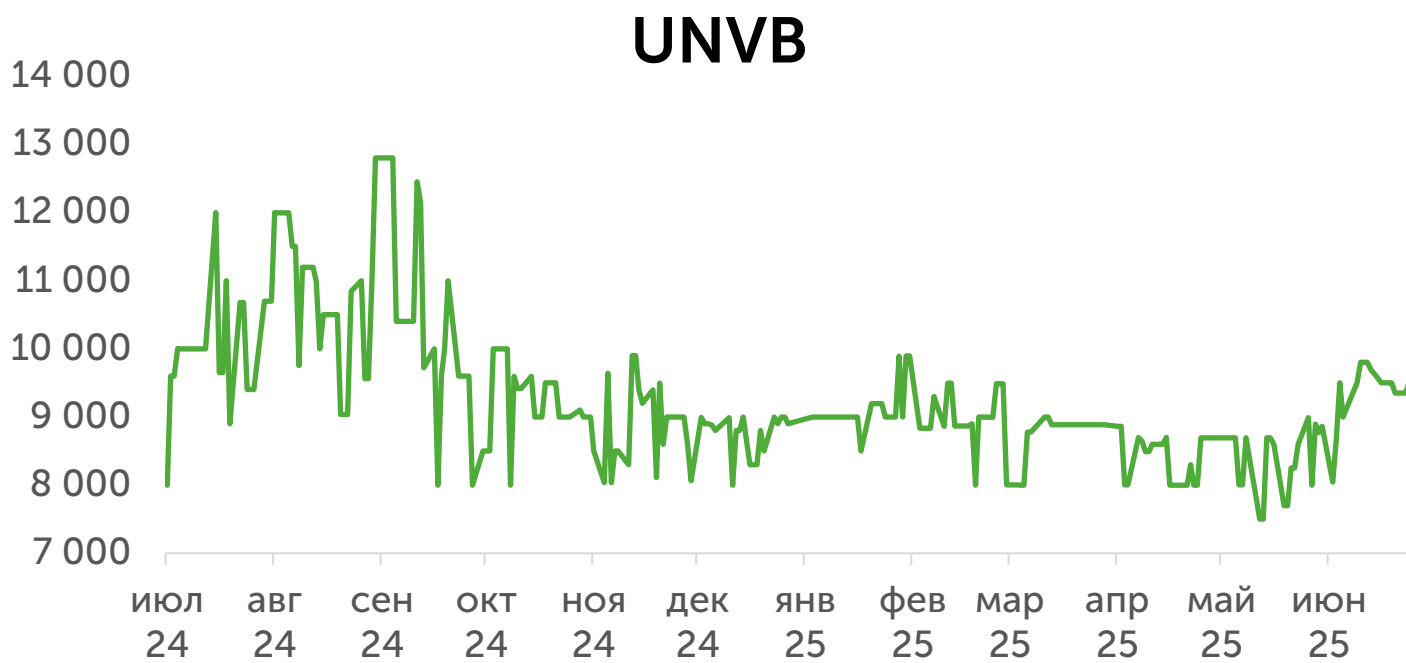
Акции Узметкомбината (UZMK) в первом полугодии 2025 года преимущественно находились в нисходящем тренде. Такая динамика, вероятно, обусловлена сдержанными финансовыми результатами за первый квартал, а также рыночными ожиданиями по запуску Литейно-прокатного комплекса (ЛПК), старт которого был отложен на середину текущего года. Дополнительным фактором давления стало временное приостановление или сокращение дивидендных выплат, поскольку финансовое положение компании в значительной степени зависит от успешной реализации проекта ЛПК. В июне акции UZMK продемонстрировали незначительный рост на 0,1%, достигнув уровня 4 000 сумов за акцию, однако с начала года их стоимость снизилась на 7,0%.



Доходность:		
6М	9М	12М
-33,8%	-25,0%	-30,4%

Объем торгов:						
млн сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
UZMT	57,16	202,01	9,74	57,41	37,21	50,06

С начала года рыночная капитализация UzAuto Motors (UZMT) снизилась на 33,8%. Акции находились в устойчивом нисходящем тренде с отдельными краткосрочными всплесками, при этом сохранялась низкая активность инвесторов, что связано с ограниченным объёмом свободно обращающихся бумаг. Период завершился на отметке 47 999 сумов, что стало минимумом с момента IPO.



Доходность:		
6М	9М	12М
6,7%	11,8%	18,8%

Объем торгов:						
млн сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
UNVB	637,76	345,94	1 208,62	883,66	3 935,96	19 506,44

Акции Универсал банка (UNVB) по итогам июня выросли на 7,2%, достигнув уровня 9 500 сумов. С начала года прирост составил 6,7%. Общий объём торгов достиг 26,5 млрд сумов, что составляет 56,0% от общего оборота, при этом 19,5 млрд сумов пришлось на сделки, заключённые на площадке Nego Board.

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	4 200,00	4 311,00	2,6%	Покупать
SQBN	АКБ "Узпромстройбанк"	Финансовые услуги	8,64	12,71	47,1%	Покупать
НМКВ	АКБ "Хамкорбанк"	Финансовые услуги	25,35	37,70	48,7%	Покупать
UZMK	АО "Узметкомбинат"	Металлургия	4 000,00	7 300,00	82,5%	Покупать
UZMT	АО "Узавтомоторс"	Автомобилестроение	47 999,00	99 700,00	107,7%	Покупать
UZTL	АК "Узбектелеком"	Телекоммуникации	5 490,00	7 400,00	34,8%	Покупать
BIOK	АО "Биокимё"	Химическая промышленность	18 000,00	30 979,00	72,1%	Покупать
IPTB	АКИБ "Ипотека-банк"	Финансовые услуги	1,16	1,27	9,5%	Держать
TRSB	ЧАБ "Трастбанк"	Финансовые услуги	7 700,00	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
UNVB	АКБ "Универсалбанк"	Финансовые услуги	9 500,00	4 186,00	-	Фиксировать прибыль

*во время сезона отчетности целевые цены могут измениться

Календарь дивидендов

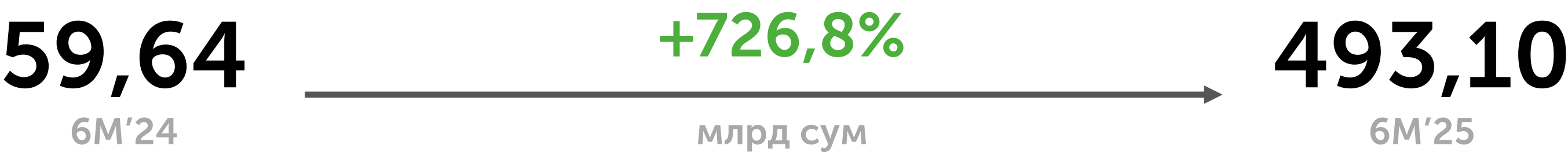
Эмитенты	Простые акции (сум)	Привилегированные акции (сум)	Дата начала	Дата окончания
АК «Узбектелеком»	76,3	288,5	28/06/2025	26/08/2025
АИКБ «Ипак Йули банк»	1,52	1,52	14/07/2025	неизвестно
АО «Биокимё»	1 000	X	27/06/2025	25/08/2025
АО «Узметкомбинат»	—	300	27/06/2025	25/08/2025
АКБ «Узпромстройбанк»	—	4,37	11/07/2025	03/09/2025
АКБ «Универсал банк»	400	X	24/06/2025	21/08/2025
АКИБ «Ипотека банк»	—	0,25	18/06/2025	18/08/2025

(x) Привилегированные акции у компании отсутствуют
(—) Компанией принято решение не выплачивать дивиденды

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

Рынок облигаций

В первом полугодии текущего года отмечается рост активности инвесторов и эмитентов на рынке долговых ценных бумаг Узбекистана. По итогам шести месяцев **объем торгов облигациями составил 493,1 млрд сумов**, что в 8,26 раза превышает показатель аналогичного периода прошлого года.



Количество заключённых сделок с долговыми инструментами также значительно выросло — на 2 937, достигнув **4 197 сделок** по сравнению с первым полугодием 2024 года.



Особенно заметна динамика со стороны эмитентов: за **шесть месяцев 2025 года** было осуществлено **12 новых выпусков облигаций на площадках листинга и ВТП**, что значительно превышает показатели за аналогичный период прошлого года.



В 2024 году из пяти выпусков облигаций только один был размещён по открытой подписке, остальные — по закрытой. В **2025 году число выпусков по открытой подписке увеличилось до трёх**, тогда как оставшиеся девять размещались по закрытой подписке.

Торги с инструментами

С начала года сделки с доступными облигациями на долговом рынке проводились по следующим бумагам:

- BFMT3, BFMT3V2, BFMT3V3 — ООО МФО «Biznes Finans»
- IFMT3, IFMT4 — ООО МФО «Imkon Finans»
- НМКВ1 — АКБ «Hamkorbank»
- DMMT2B — ООО МФО «Delta»
- АСМТ1В — ООО МФО «Agat Credit»
- UZUMN2B — ИП ООО «Makesense»

В рассматриваемый период на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» началось размещение облигаций выпусков **АСМТ1В, DMMT2B и UZUMN2B**. Размещения выпусков **АСМТ1В и DMMT2B успешно прошли среди розничных инвесторов**. По выпуску UZUMN2B за отчетный период было размещено 73,7% от общего объема.

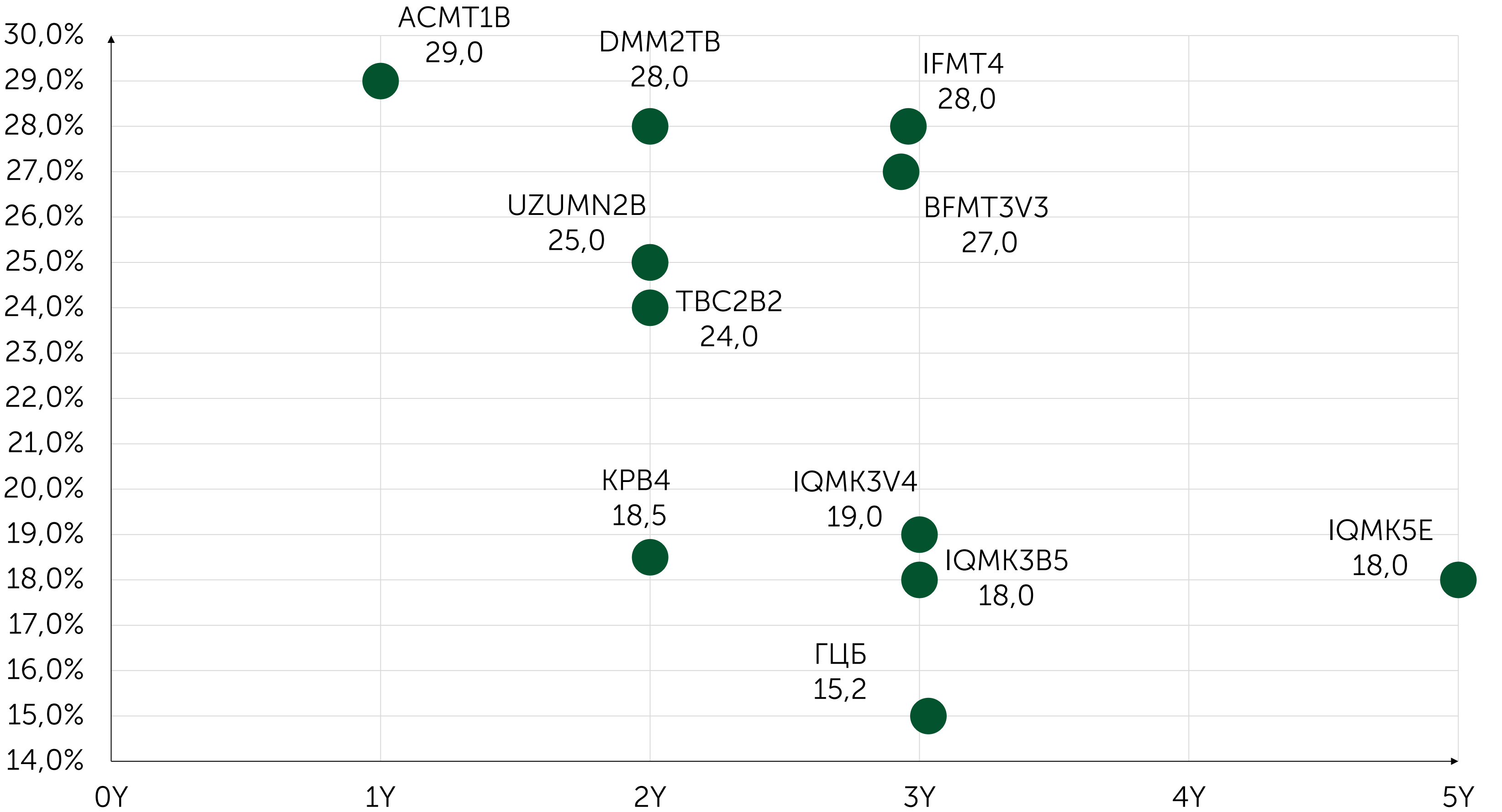
Ниже представлены объемы торгов долговыми инструментами по месяцам за I полугодие 2025 года:

млн сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
BFMT3	0,00	1,01	0,00	1,00	23,00	0,00
BFMT3V2	150,29	535,90	513,47	242,66	415,17	394,33
BFMT3V3	1 219,58	1 700,38	6 192,71	2 417,60	1 216,96	1 074,89
IFMT3	25,05	87,25	101,20	58,3	0,00	6,36
IFMT4	2 110,21	166,14	44,57	459,76	353,79	95,93
НМКВ1	0,00	8,63	8,74	791,09	-	-
DMMT2B	-	-	129,00	3 665,52	4 377,96	1 924,52
АСМТ1В	-	-	-	23 625,58	11 087,60	6 395,76
UZUMN2B	-	-	-	63 262,67	51 579,11	106 282,53

При этом через секцию Nego Board были заключены **сделки с облигациями (IQMK3B5) АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана» на сумму 200,35 млрд сумов**.

Также облигации Хамкорбанка (НМКВ1) были погашены 25 апреля 2025 года.

Купонные ставки на рынке, % годовых

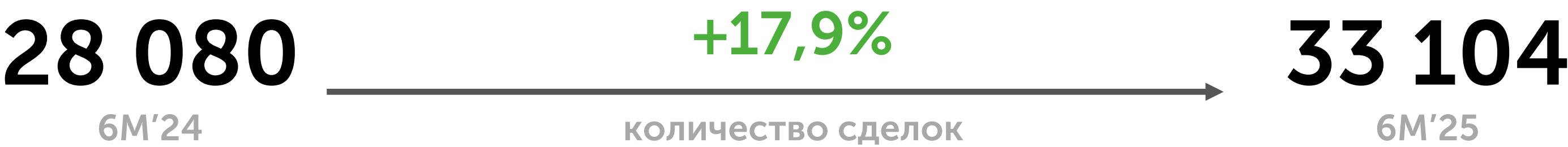


Внебиржевой (ОТС) рынок

На внебиржевом (ОТС) рынке наблюдалась повышенная активность, что подтверждается значительным ростом объемов торгов за первое полугодие: оборот увеличился более чем в 23 раза и достиг 6,21 трлн сумов.



Также зафиксирован рост количества сделок — их число увеличилось на 5 024 по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



Наибольшая доля оборота пришлась на секцию FoP Board, через которую прошло 88,6% всех торгов. Ниже представлены итоги торгов по месяцам за первое полугодие 2025 года.

млн сум	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25
Акции						
Main Board	19 536,56	5 644,37	2 752,28	51 269,61	671,32	5 998,23
Nego Board	356 054,02	18 599,36	34,02	16 700,94	13 211,03	216 219,66
FoP Board	86 000,00	361 906,00	547 624,80	84 000,00	4 050 759,36	379 930,44
Облигации						
Main Board	6,00	14,00	62,00	3,00	17,00	0,00

Полное наименование: АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа»

Год основания: 1994

Отрасль: Финансовые услуги

Основной вид деятельности: Организация и проведение биржевых торгов товарно-сырьевой продукцией, а также предоставление сопутствующих биржевых и электронных услуг

Главный офис: г. Ташкент, Республика Узбекистан

Кредитный рейтинг: «В» со стабильным прогнозом (по оценке международного рейтингового агентства Fitch Ratings)



АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа» (УзРТСБ) — крупнейшая торговая площадка Центральной Азии и одна из наиболее динамично развивающихся товарно-сырьевых бирж в СНГ. Компания играет стратегически важную роль в экономике Узбекистана, обеспечивая прозрачное ценообразование, эффективные механизмы государственных закупок и равноправный доступ национальных и зарубежных компаний к высоколиквидным отечественным товарам. Также Биржа является членом **Международной ассоциации бирж стран СНГ (МАБ СНГ)**, **Ассоциации фьючерсных рынков (AFM)** и **Федерации евро-азиатских фондовых бирж (FEAS)**, активно сотрудничая с этими организациями в рамках международных инициатив и обменом опытом.

На бирже аккредитованы:

- 6 торговых платформ;
- 13 территориальных филиалов;
- 50 зарубежных торговых площадок;
- 315 торговых площадок;
- 1 587 брокерских контор;
- 4 066 трейдера;
- 500 000+ участников торгов.

Объем биржевых торгов в 2024 году:

164 трлн сум

или

+12% к 2023

Начиная с 2004 года, в качестве нового, системообразующего инструмента, **обеспечивающего предприятиям всех форм собственности равный доступ к высоколиквидным товарно-сырьевым активам**, выбран механизм биржевой торговли с возложением задач организации прозрачных, конкурентных торгов на «Узбекскую республиканскую товарно-сырьевую биржу». **В соответствии с Постановлением Кабинета Министров от 11 апреля 2025 года** перечень высоколиквидных и (или) монопольных видов продукции, сырья и материалов, реализуемых исключительно через биржевые торги на внутреннем рынке, был дополнен 11 новыми позициями. В настоящее время общее количество таких товаров достигло **55 наименований**.

В 2024 году Биржа продолжила активную цифровую трансформацию: были запущены новые платформы «UZEX Agro» и «domain.uz», внедрены механизмы **двухсторонних встречных аукционов**, реализованы **«зелёные сертификаты»** в поддержку проектов по развитию возобновляемых источников энергии. В рамках модернизации ИТ-инфраструктуры проведено обслуживание телекоммуникационных сетей и установлены дополнительные дисковые полки, увеличившие объем хранения данных до 500 ТБ.

Роль на фондовом рынке Узбекистана. **Акции АО «УзРТСБ»** (тикер: URTS, ISIN: UZ7043200003) включены в листинг Республиканской фондовой биржи «Тошкент» и классифицированы как **«высоколиквидные»** в соответствии с Методикой оценки ликвидности ценных бумаг РФБ «Тошкент».

Ценные бумаги общества входят в высшую категорию котировального листа — **«Премиум класс»**, при этом АО «УзРТСБ» остаётся **единственным** представителем данного сегмента среди всех эмитентов на фондовом рынке Узбекистана.

В 2024 году АО «УзРТСБ» стал **первым участником программы «Народное IPO»**, реализовав 4,44% госпакета, затем провел капитализацию (1:4).

В мае 2025 года Агентство по управлению государственными активам (АУГА) передало оставшийся пакет в управление Национальному инвестиционному фонду (УзНИФ) под управлением Franklin Templeton для подготовки к дальнейшему размещению акций на международном рынке.

АО «УзРТСБ» также зарекомендовало себя как стабильный дивидендный эмитент: **в течение последних 16 лет общество ежегодно выплачивало дивиденды**, заслуженно получив статус дивидендного аристократа на узбекском фондовом рынке.

Полное наименование: АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана»

Год основания: 2019

Отрасль: Финансовые услуги / ипотечное кредитование / рефинансирование ипотеки

Основной вид деятельности: Развития ипотечного рынка Узбекистана, обеспечивающий банки ликвидностью, выкупая ипотечные кредиты и инвестируя в ценные бумаги

Главный офис: г. Ташкент, Республика Узбекистан

Кредитный рейтинг: «uzA++» со стабильным прогнозом (по оценке национального агентства Ahbor-Reyting)



Компания по Рефинансированию
Ипотеки Узбекистана



АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана» (УзКРИ) — специализированная акционерная организация, созданная для обеспечения долгосрочной ликвидности ипотечного рынка Республики Узбекистан и являющаяся членом Международной ассоциации вторичного ипотечного рынка (ISMMA).

Учреждена на основании Указа Президента Республики Узбекистан № ПФ-5715 от 13 мая 2019 г. «О дополнительных мерах по развитию и расширению рынка ипотечного кредитования» с целью развития жилищного сектора, совершенствования механизмов предоставления ипотечных займов и расширения их доступности на рыночных условиях для всех слоёв населения.

УзКРИ обеспечивает ведущие банки страны долгосрочными финансовыми ресурсами для рефинансирования их ипотечных портфелей, что способствует снижению процентных ставок и расширению кредитных возможностей для граждан.

В рамках сотрудничества с Азиатским банком развития (АБР) УзКРИ получает льготные кредитные линии, которые направляются на рефинансирование ипотечных займов. Это партнёрство помогает укреплять финансовую устойчивость рынка, внедрять международные стандарты в процессы рефинансирования и развивать институциональный потенциал компании.

УзКРИ определил 5 стратегических приоритетов развития на 2025–2030 гг.

Определение рыночной роли. Разработка отраслевой стратегии жилищного финансирования и формализация мандата компании для четкого позиционирования УзКРИ в сегменте ипотечного кредитования.

Укрепление институциональной устойчивости. Повышение финансовой стабильности, совершенствование корпоративного управления и внутреннего контроля. Приведение УР, СГ, ESG и ИТ-систем компании в соответствие с лучшими международными практиками.

Расширение рыночного присутствия. Достижение ежегодного рефинансирования около 20% ипотечных кредитов, выданных частными финансовыми организациями, а также привлечение 50% финансирования с внутреннего рынка долгового капитала.

Продвижение отраслевых стандартов. Внедрение универсальных стандартов ипотечного кредитования для снижения рисков, усиления защиты потребителей и обеспечения однородности кредитов, пригодных для секьюритизации.

Диверсификация продуктовой линейки. Разработка и запуск специализированных программ рефинансирования, ориентированных на различные сегменты рынка.

Роль на фондовом рынке Узбекистана. УзКРИ является одним из активных участников на РФБ «Тошкент», особенно на рынке долгового капитала. За восемь месяцев компания разместила 5 выпусков облигаций на общую сумму 790 млрд сум (из них 50 млрд сум первый на рынке выпуск «зеленых» облигаций), заняв лидирующую позицию по объему размещения долговых ценных бумаг на локальном рынке.

Согласно Указу Президента №26 от 21 февраля 2025 года, при УзКРИ создаётся структура для выпуска ипотечных облигаций, размещаемых на бирже «Тошкент». Доходы юрлиц от них освобождаются от налога на прибыль до 1 января 2030 года.

С 11 марта 2025 года внедрён механизм серийных облигаций, позволяющий выпускать эмиссии поэтапно. Это упрощает процесс, снижает расходы и учитывает рыночные условия. Инициатором является сам УзКРИ, который намерен продолжить активную деятельность на рынке капитала.

TBC Bank Group разместит синтетические облигации на \$200 млн для поддержки роста своего узбекского подразделения — TBC Uzbekistan. Первый транш в \$140 млн уже размещён, остальные \$60 млн планируется привлечь в течение 12–18 месяцев. Облигации номинированы в сумах с расчётами в долларах и купонной ставкой 22%. Средства направят на развитие экосистемы и запуск новых продуктов для малого и среднего бизнеса. Облигации размещены на площадке Vienna MTF (Австрия).

Агентство по управлению госактивами Узбекистана объявило о начале приватизации 100% доли государства в мобильном операторе Universal Mobile Systems (бренд Mobiuз). Консультантами сделки выступают Rothschild & Co и KPMG.

В ходе Ташкентского инвестфорума первый замгендиректора НГМК Евгений Антонов сообщил, что 2024 год стал рекордным для компании: производство золота выросло до 3,1 млн унций, выручка достигла 7,4 млрд долларов, а EBITDA составила 4,6 млрд долларов при марже выше 60%. НГМК остаётся одним из самых эффективных производителей золота в мире с затратами 979 долларов за унцию (второй показатель в мире). Компания управляет 12 месторождениями и 9 фабриками, а ресурсная база — 146 млн унций — обеспечивает работу на 50+ лет. Основной актив — крупнейший в мире рудник Мурунтау. НГМК вносит 6,5% в ВВП страны и обеспечивает 47 тыс. рабочих мест. Замгендиректор также отметил приоритет устойчивого развития: 20% энергии в 2025 году планируется получать из ВИЭ, снижать выбросы и потребление воды, активно развивать безопасность труда и женское участие в горнодобыче. В 2024 году компания получила первый в стране ESG-рейтинг и инвестировала свыше \$200 млн в соцпроекты.

16 июня 2025 года международное рейтинговое агентство Moody's Ratings повысило прогноз финансовой устойчивости страховой компании «Uzbekinvest» до уровня «Ba2» — «позитивный». Это делает Uzbekinvest единственной компанией в финансовом секторе Узбекистана, обладающей таким рейтингом от Moody's. Повышение прогноза отражает прочные позиции на рынке, качественный инвестиционный портфель, значительную долю международного перестрахования, финансовую гибкость и высокий уровень страховых резервов. Это свидетельствует о высокой кредитоспособности компании и расширяет её возможности на международных рынках. Кроме того, в мае

2025 года агентство A.M. Best подтвердило рейтинг финансовой устойчивости компании на уровне «B» и долгосрочный кредитный рейтинг эмитента на уровне «bb» — оба со стабильным прогнозом.

Центральный банк Узбекистана аннулировал аккредитацию представительства таджикского «Ориенбанка» в Ташкенте. Решение о закрытии принято Наблюдательным советом банка. Представительство, открытое в 2022 году, занималось представительскими функциями и маркетинговыми исследованиями, без проведения банковских операций.

Государственное предприятие «Навоийуран» успешно разместило пятилетние евробонды на \$300 млн на Лондонской фондовой бирже с купонной ставкой 6,70%, что ниже первоначального диапазона благодаря высокому спросу. Объем заявок превысил \$1,3 млрд, что в 4,3 раза больше предложения. Организаторами сделки выступили Citi, Abu Dhabi Commercial Bank и Natixis, консультантом — Finasia Capitals. Средства направят на расширение мощностей и модернизацию инфраструктуры.

TBC Bank Uzbekistan привлек новое финансирование в размере \$12,5 млн от нидерландской инвестиционной компании Triple Jump. Средства будут направлены на расширение кредитования малого и среднего бизнеса, с особым акцентом на поддержку женщин-предпринимателей. Финансирование предоставлено двумя фондами под управлением Triple Jump: \$5 млн поступило от Global Gender-Smart Fund, ориентированного на развитие женского предпринимательства, и \$7,5 млн — от фонда ASN Microkredietpool. В банке отметили, что одним из приоритетов является предоставление доступа к финансированию тем категориям клиентов, которые ранее были слабо охвачены традиционным банковским сектором.

Агентство по управлению госактивами Узбекистана объявило о начале приватизации 100% доли государства в мобильном операторе Universal Mobile Systems (бренд Mobiuз). Консультантами сделки выступают Rothschild & Co и KPMG.





**FREEDOM
BROKER**

Борис Бондарь
Инвестиционный Аналитик
email: bondar@ffin.uz

Мухаммадкамрон Муродов
Инвестиционный Аналитик
email: m.murodov@ffin.uz



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.