



**FREEDOM
BROKER**

Ежемесячный инвестиционный обзор

Выпуск №9 Сентябрь

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
Рейтинги Узбекистана	10

ФОНДОВЫЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

Общая информация	11
Рынок акций	12-14
Рынок облигаций	15
Внелистинговый (OTC) рынок	16

ЭМИТЕНТЫ

АО «Узметкомбинат»	17
ООО «Delta mikromoliya tashkiloti»	18

Ключевые события

Внешняя торговля. По итогам января–августа 2025 года объём внешней торговли Узбекистана достиг 51,4 млрд долларов США, что превышает показатель аналогичного периода 2024 года на 8,5 млрд долларов или 19,8%. Увеличение объёма внешнеторгового оборота отражает устойчивый рост экспортно-импортной активности и расширение участия страны в международных экономических связях.

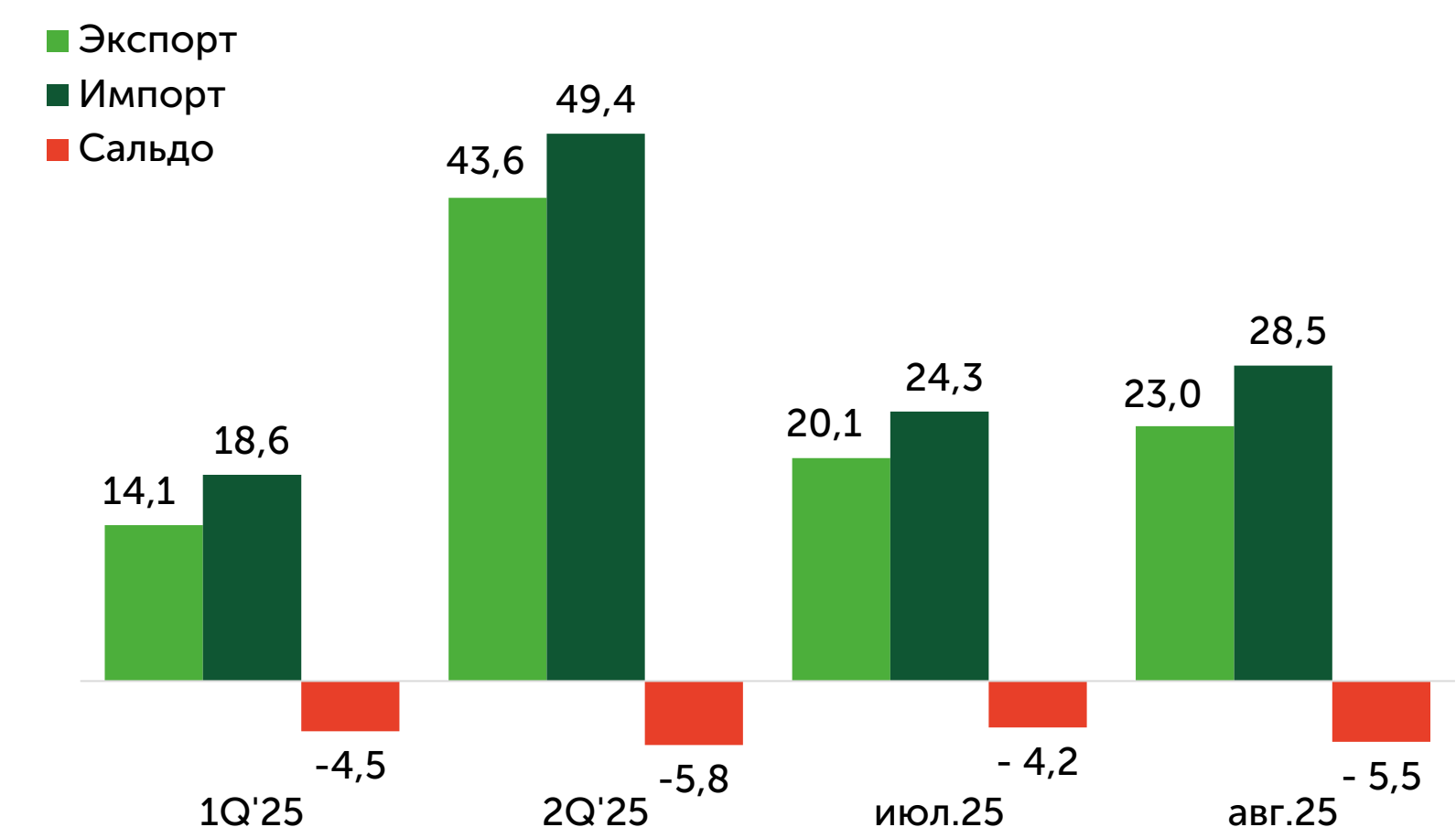
География торгового сотрудничества продолжает диверсифицироваться. К концу августа 2025 года число торговых партнёров Узбекистана увеличилось до 200 стран, что на три больше, чем месяцем ранее. При этом сохраняется высокая концентрация внешнеторговых потоков — на десять крупнейших партнёров по-прежнему приходится 55,6% общего оборота.

Основные торговые партнеры	млрд \$	доля, %
КНР	9,71	18,9%
Россия	8,30	16,1%
Казахстан	3,03	5,9%
Турция	1,91	3,7%
Республика Корея	1,14	2,2%
Афганистан	1,01	2,0%
Франция	0,99	1,9%
Индия	0,86	1,7%
Германия	0,85	1,7%
ОАЭ	0,82	1,6%

За январь–август 2025 года экспорт составил \$23,0 млрд, показав годовой рост +31,3%. Импорт за тот же период достиг \$28,5 млрд, увеличившись на +11,8% г/г. Вследствие этого объём импорта остаётся выше экспорта, и торговый баланс имеет отрицательное значение: разница между импортом и экспортом составляет 5,5 млрд \$.

Экспорт обеспечивает примерно 44,7% совокупного внешнеторгового оборота, импорт — 55,3%. Дефицит торгового баланса равен примерно 10,6% от общего оборота, что указывает на усиливающееся внешнеторговое давление на платёжный баланс и повышает значимость мер по улучшению экспортной базы и контролю импорта.

Внешняя торговля, млрд долларов



Структура экспорта. Товарный экспорт остаётся доминирующим — на товары приходится 75,2% всего экспорта. Внутри товарной корзины наибольшие доли занимают промышленные изделия (11,1%), пищевая продукция и живые животные (7,8%), химическая продукция и сопутствующие товары (5,9%) и минеральные топлива с маслами (4,4%).

География экспорта остаётся сконцентрированной: десять ведущих партнёров обеспечили 38,0% общего объёма экспорта, причём значимую роль играют как крупные экономики (в числе лидеров — Россия и Китай), так и соседние страны региона. Такая структура указывает на сохраняющуюся зависимость от нескольких ключевых направлений с одновременным потенциалом для диверсификации рынков и наращивания доли экспортных поставок с более высокой добавленной стоимостью.

Структура импорта. Импорт по продуктовой структуре остаётся ориентированным на капитально-интенсивные и промежуточные товары. Наибольшую долю занимает техника и транспортное оборудование — 33,8%; значимую роль также играют промышленные товары (16,1%) и химическая продукция (12,6%).

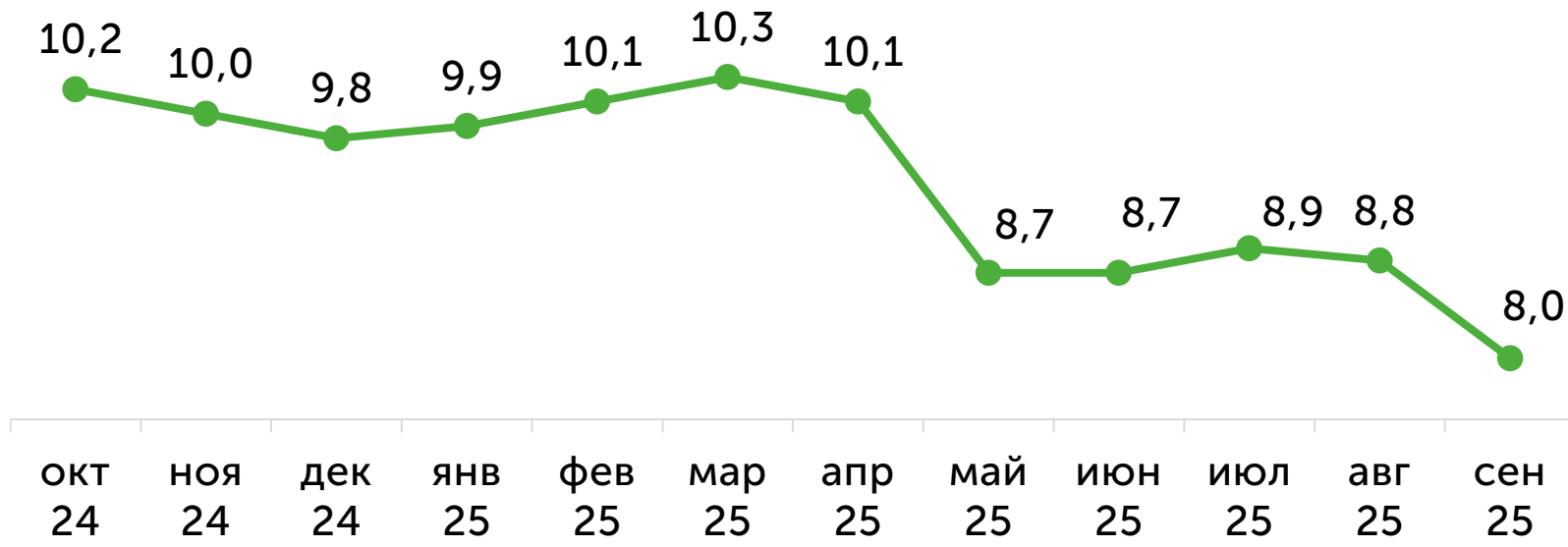
Анализ компонентной динамики показывает, что рост импорта в основном обеспечивался увеличением закупок товарных позиций (объём импорта товаров вырос на 2,36 млрд долл. по сравнению с январём–августом 2024 года), тогда как импорт услуг остаётся сопутствующей статьёй и составляет около 2,92 млрд долл.. Географически импорт сосредоточен: более двух третей поставок приходится на несколько крупных партнёров — в числе ведущих поставщиков выделяются Китай, Россия и Казахстан.

Инфляция. В сентябре 2025 года годовая инфляция замедлилась до 8,0%, при этом месячный прирост потребительских цен составил 0,6%.

По категориям наблюдалась разнонаправленная динамика: продовольственные товары продолжают дорожать второй месяц подряд — в сентябре их цены выросли на 0,9%, при этом и непродовольственные товары, и сектор услуг показали умеренный, но стабильный месячный рост по 0,3%, что совпадает с приростом за предыдущий месяц.

Основной вклад в рост цен в сентябре 2025 года внесли продукты питания и безалкогольные напитки — 0,38 п.п. (около 68% общего прироста). Дополнительно повлияли ЖКУ, транспорт и бытовые товары, добавив 0,10 п.п. Остальные категории внесли ещё 0,08 процентных пунктов.

Траектория инфляции, 1 год



Инфляционные ожидания. Согласно сентябрьскому опросу Центрального банка, инфляционные ожидания снизились как среди населения, так и среди представителей бизнес-сообщества.

Население. Инфляционные ожидания населения Узбекистана на ближайшие 12 месяцев снизились до 12,0%, что на 0,2 п.п. ниже уровня августа. Основными причинами ожидаемого роста цен респонденты назвали повышение тарифов на коммунальные услуги (46%), удорожание топлива и энергии (41%), а также рост заработных плат и пенсий (27%). При этом беспокойство из-за возможных колебаний валютного курса заметно уменьшилось, а внимание населения сместилось с внешних факторов на внутренние регулируемые тарифы.

Бизнес. Инфляционные ожидания бизнеса также показали незначительное снижение — на 0,1 п.п., до 11,7%. По оценкам предпринимателей, ключевыми драйверами будущего роста цен станут повышение стоимости коммунальных услуг (44%) и удорожание топлива и энергоресурсов (41%). Существенными факторами остаются также рост транспортных расходов (30%) и увеличение заработной платы (29%).

Аналогично настроениям населения, озабоченность бизнес-сектора возможными изменениями валютного курса ослабла (22%), уступив место ожиданиям, связанным с ростом внутренних издержек и регулируемых тарифов.

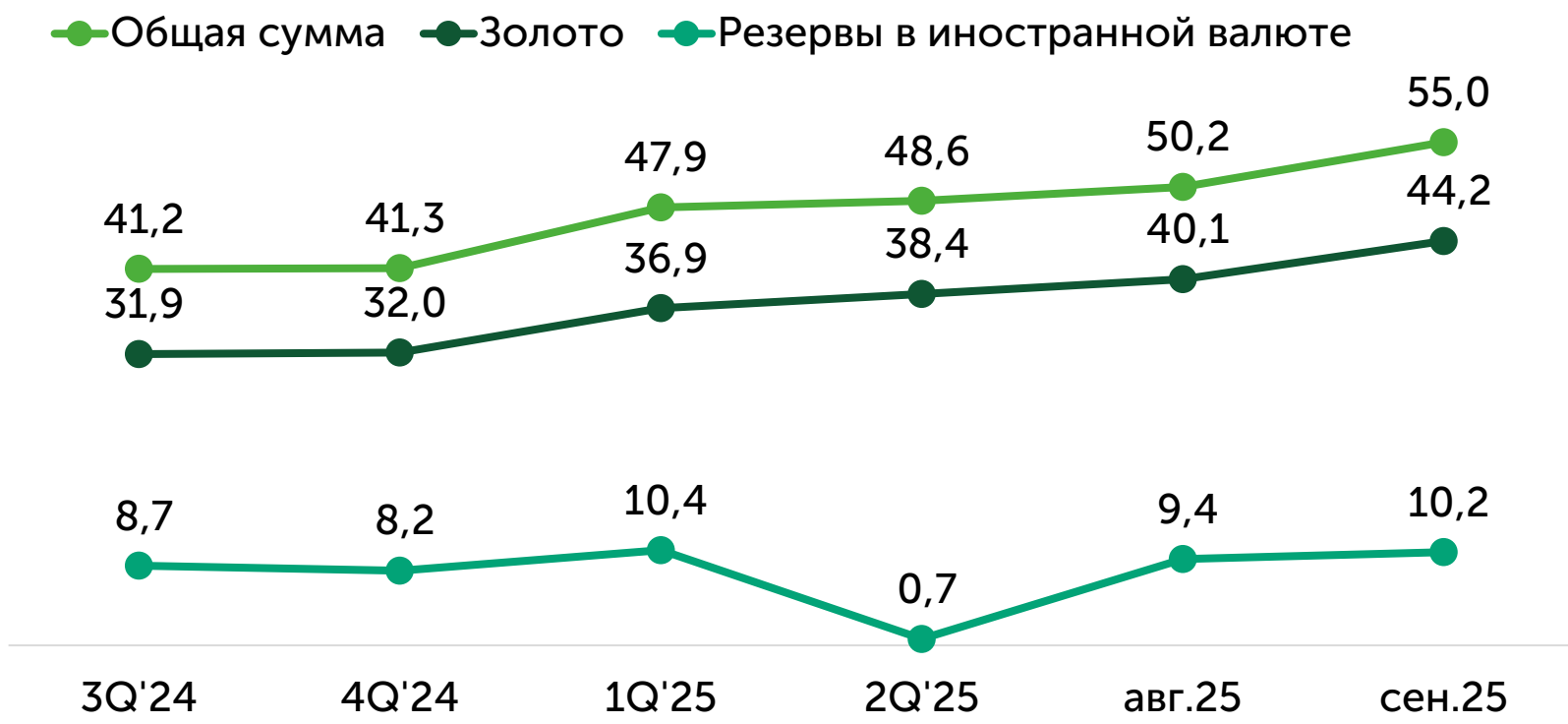
Международные резервы. По состоянию на 1 октября 2025 года международные резервные активы Узбекистана продемонстрировали заметный рост, усилив позиции страны в части внешнеэкономической устойчивости и финансовой независимости. **Совокупный объем официальных резервных активов и других валютных активов достиг 55,0 млрд долларов США**, увеличившись на 4,9 млрд долларов по сравнению с началом сентября.

Основным фактором роста стало увеличение стоимости золота, оценённого в **44,2 млрд долларов США** против 40,1 млрд месяцем ранее. Золото традиционно остаётся ключевым элементом резервов, обеспечивая стабильность и защиту от внешних рисков.

Резервы в иностранной валюте также укрепились — их объём вырос до **10,2 млрд долларов США (+0,7 млрд за месяц)**, что отражает активное управление ликвидностью и благоприятную конъюнктуру на валютных рынках.

Прочие активы в иностранной валюте, напротив, сократились до 48,6 млн долларов, что не оказало существенного влияния на общую динамику.

Международные резервы, млрд долларов



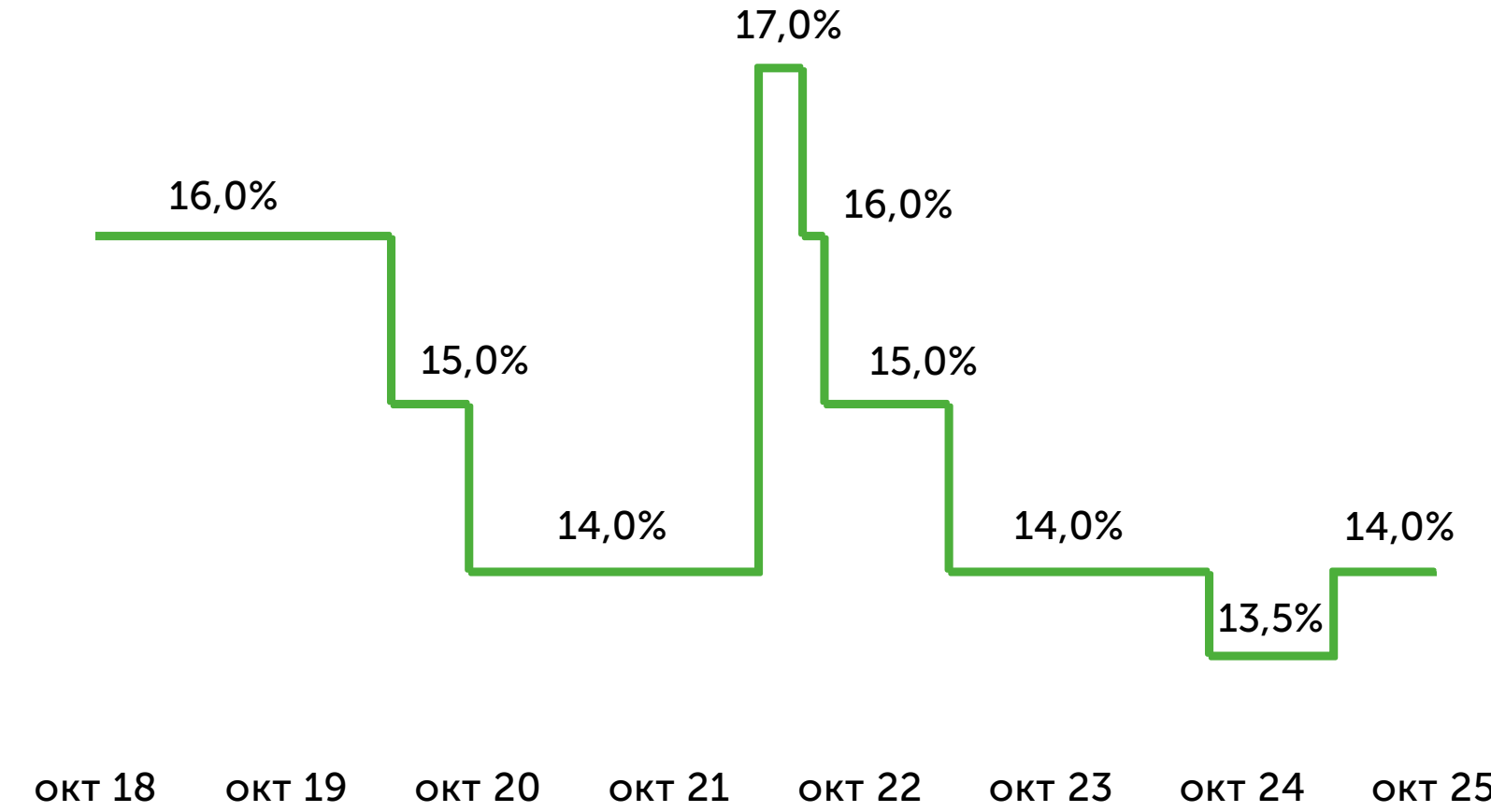
Структура активов остаётся устойчивой, а высокий удельный вес золота обеспечивает надёжный защитный буфер в условиях внешнеэкономической волатильности.

Ключевая ставка. Правление Центрального банка Узбекистана на заседании 11 сентября 2025 года приняло решение сохранить основную ставку без изменений — **на уровне 14% годовых**.

В ЦБ отмечают, что **высокие уровни совокупного спроса и рост цен на энергоносители продолжают оказывать давление на сектор услуг**, несмотря на некоторое замедление инфляции в августе. Экономический рост в первом полугодии ускорился до 7,2%, чему способствовали активное кредитование, рост бюджетных расходов и инвестиционная активность.

Регулятор подчеркнул, что **сохранение жестких монетарных условий необходимо для поддержания привлекательности сбережений и сдерживания инфляционного давления**. При усилении ценовых рисков ЦБ допускает возможность повышения ключевой ставки в последующих заседаниях.

Динамика ключевой ставки с 2018г.



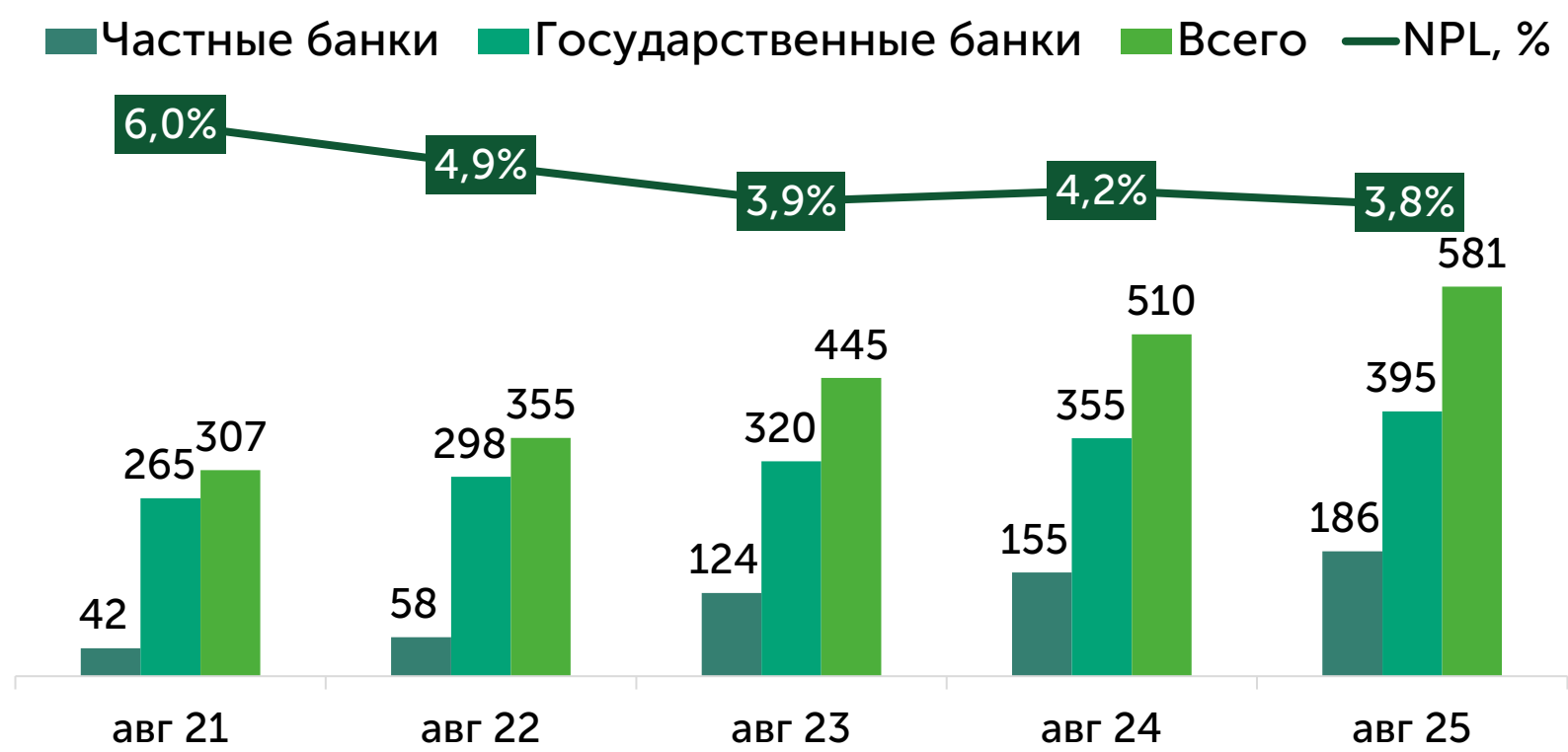
В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

9 ГОСУДАРСТВЕННЫХ БАНКОВ

26 ЧАСТНЫХ БАНКОВ

Структура и динамика банковского сектора Узбекистана. К 1 сентября 2025 года совокупный кредитный портфель банковской системы Узбекистана достиг 581,1 трлн сум, увеличившись на 13,9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Совокупные активы банков выросли до 863,1 трлн сум (+17,9%), а совокупный капитал — до 128,8 трлн сум (+21,7%).

Кредитный портфель банков, трлн сум



Рост кредитования сопровождается изменением структуры рынка: частные банки продемонстрировали опережающую динамику, увеличив объем кредитов на 20% (до 186,1 трлн сум), тогда как рост государственных банков составил 11,3% (до 395,0 трлн сумов). В результате доля частных банков в общем кредитном портфеле выросла до 32,0% против 13,6% в 2021 году, что указывает на усиление конкуренции и постепенное снижение доминирования государства.

Качество активов демонстрирует позитивную динамику: уровень проблемных кредитов (NPL) снизился до 3,8%, что на 0,4% меньше показателя прошлого года.

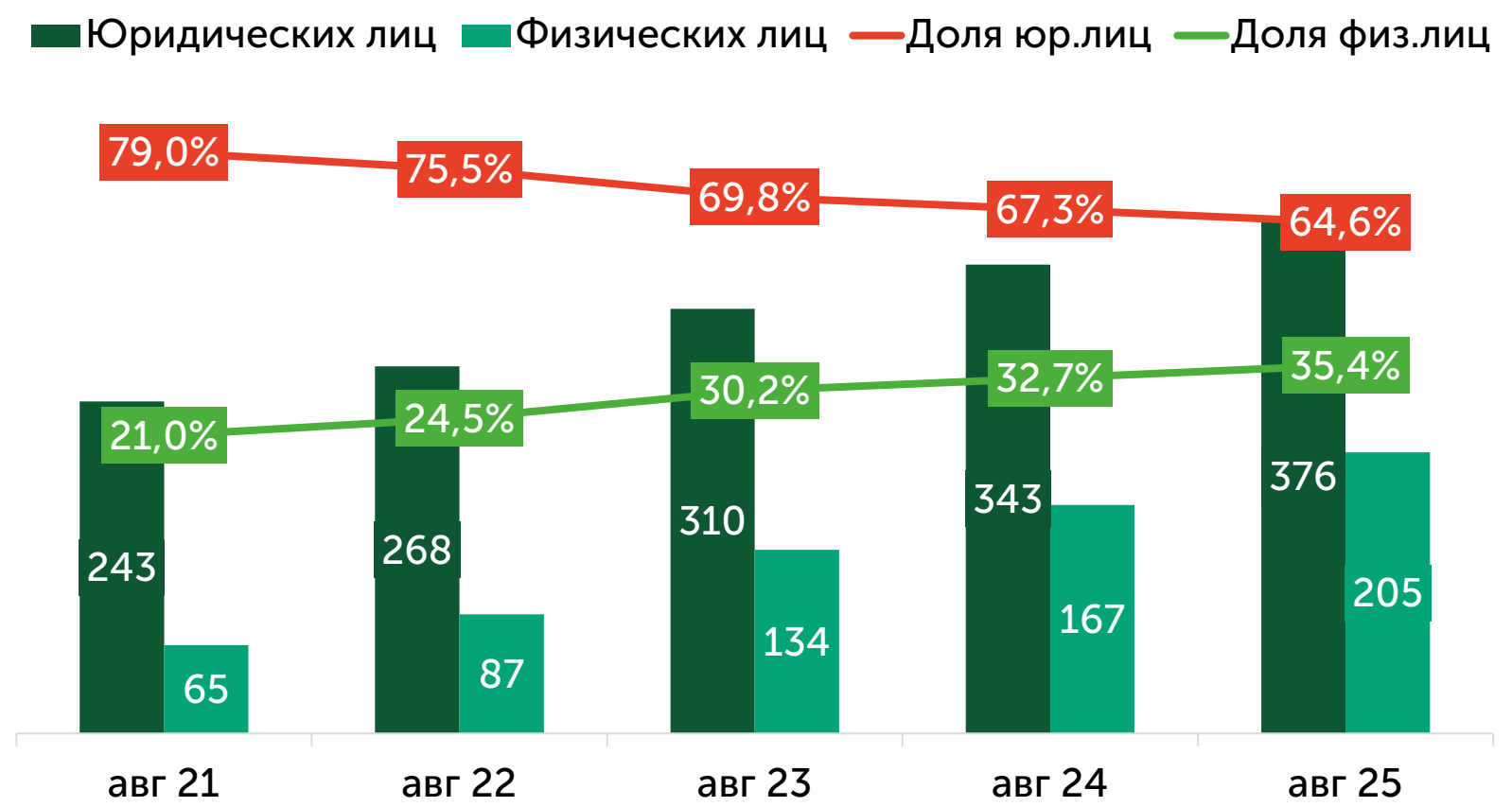
Эти тенденции находят отражение в объемах кредитования: за восемь месяцев 2025 года банки Узбекистана выдали 249,3 трлн сум кредитов, что на 40% превышает показатель аналогичного периода прошлого года. Рост обеспечен преимущественно активизацией розничного сегмента — объем кредитов, предоставленных физическим лицам, составил 105,8 трлн сум против 63,9 трлн сум за восемь месяцев 2024 года. Кредитование юридических лиц также увеличилось, но более умеренно — до 137,0 трлн сум по сравнению со 102,9 трлн сум годом ранее.

Выданные кредиты банками, трлн сум	авг 23	авг 24	авг 25
Физические лица	65,6	63,9	105,8
Юридические лица	92,3	102,9	137,0
ИП	3,8	10,9	6,5

По данным ЦБ, на август 2025 года совокупный кредитный портфель физических лиц достиг 205,5 трлн сумов, увеличившись на 22,8% по сравнению с августом 2024 года (166,9 трлн сум). В результате доля розничных кредитов выросла с 31,1% до 35,4%, что отражает продолжающийся рост ипотечного, потребительского и автокредитования, а также повышение доступности банковских услуг для населения.

Кредитование юридических лиц также демонстрировало рост, однако темпы остаются более умеренными — на 9,6%, с 342,8 трлн сум до 375,6 трлн сум. Соответственно, их доля в общем кредитном портфеле снизилась с 68,9% до 64,6%, что указывает на постепенное смещение структуры банковского сектора в сторону снижения доминирования корпоративного кредитования.

Распределение кредитного портфеля (трлн сум):



Банковский сектор Узбекистана отличается высокой концентрацией: десять крупнейших банков контролируют 78,7% кредитного портфеля страны. Из них семь банков с государственной долей участия обеспечивают 62,75% всех кредитов. Лидером рынка является Узнацбанк с кредитным портфелем 105,6 трлн сумов и долей 18,2%, за ним следуют Агробанк (13,1%) и Узпромстройбанк (11,7%). В совокупности эти три банка формируют 43% всего кредитного рынка.

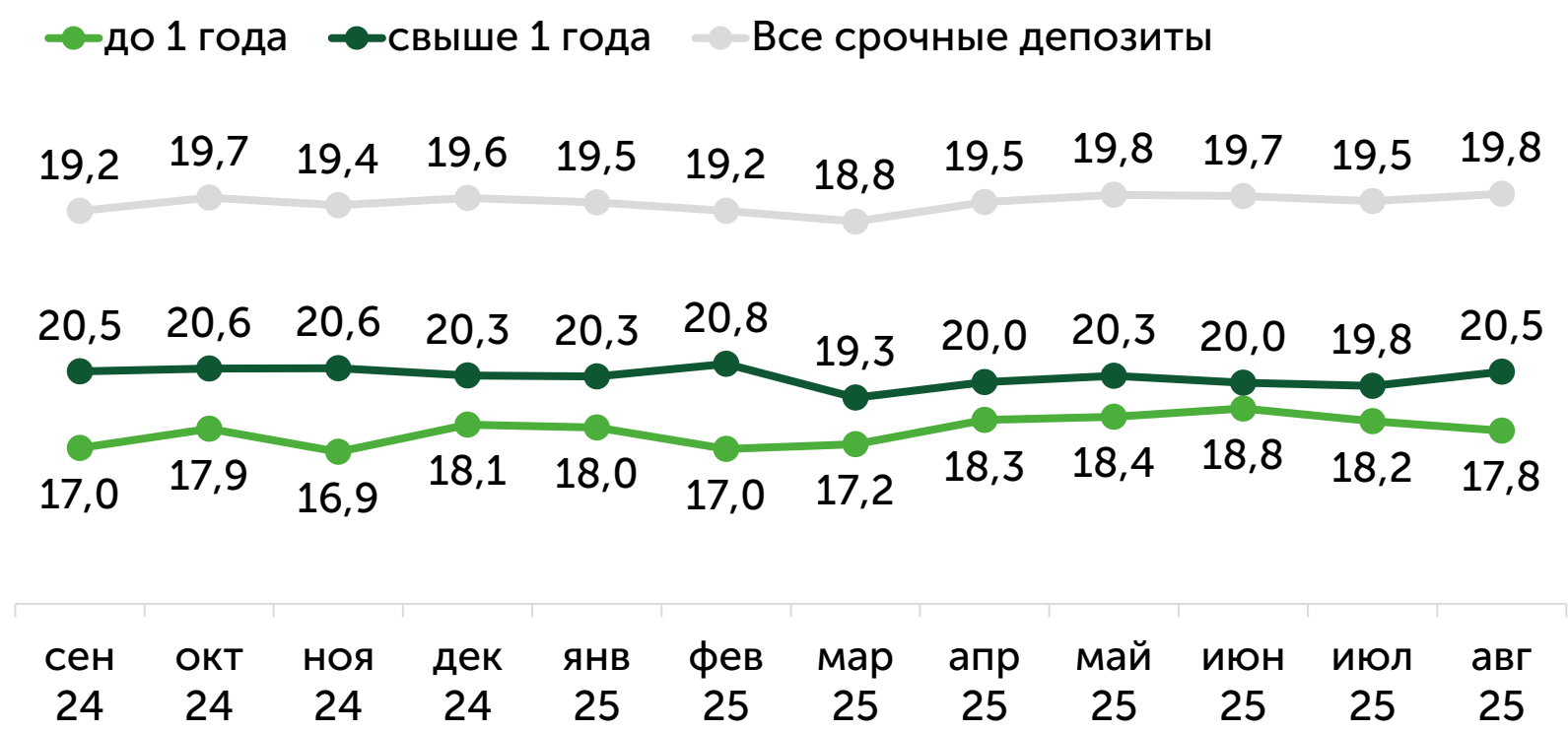
Топ-10 банков по кредитному портфелю	трлн сум	доля
Узнацбанк	105,6	18,2%
Агробанк	75,9	13,1%
Узпромстройбанк	68,0	11,7%
Асакабанк	40,5	7,0%
Ипотека банк	35,6	6,1%
Капитал банк	35,3	6,1%
Народный банк	30,9	5,3%
Банк развития бизнеса	23,6	4,1%
Хамкорбанк	21,8	3,8%
Микрокредитбанк	20,1	3,5%

В настоящее время в Узбекистане активно ведут банковскую деятельность:

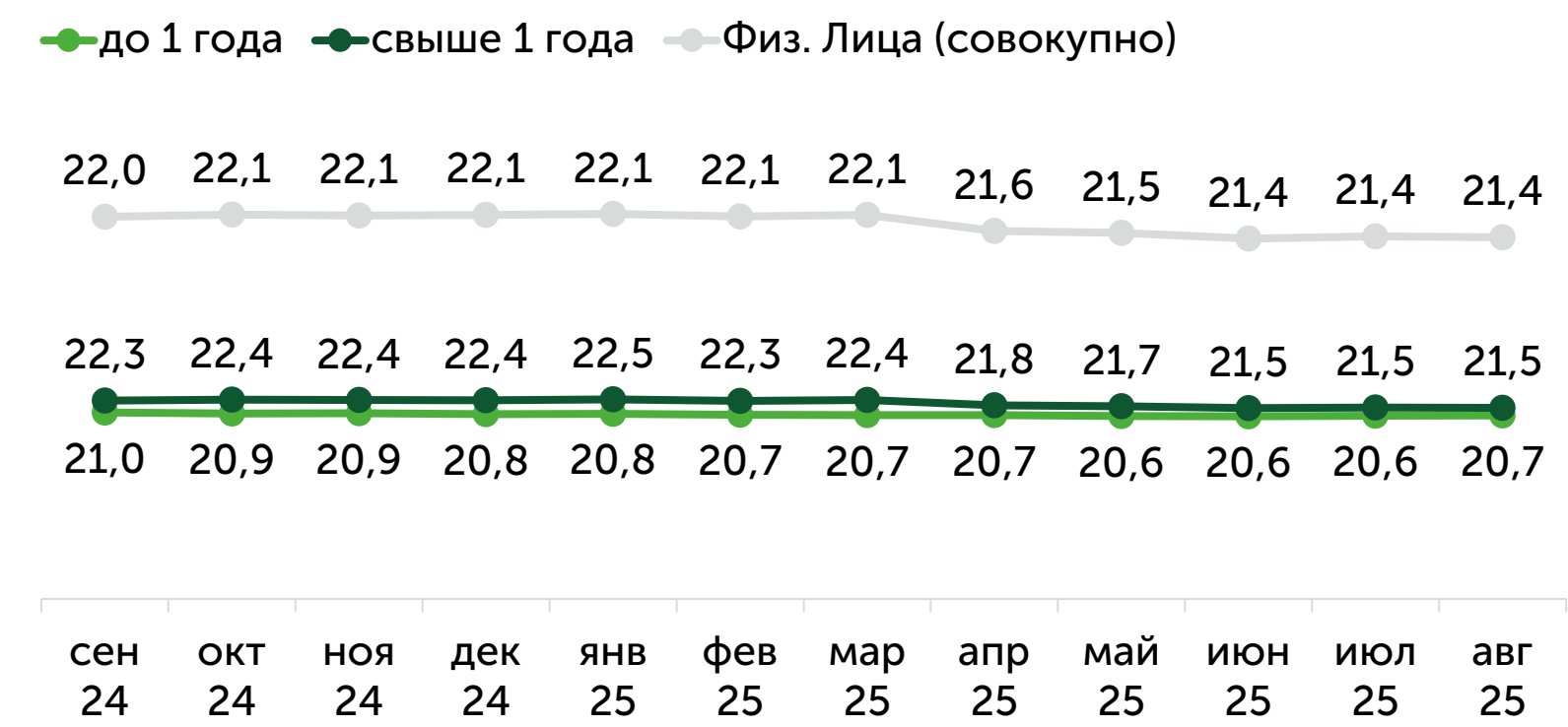
9 ГОСУДАРСТВЕННЫХ БАНКОВ

26 ЧАСТНЫХ БАНКОВ

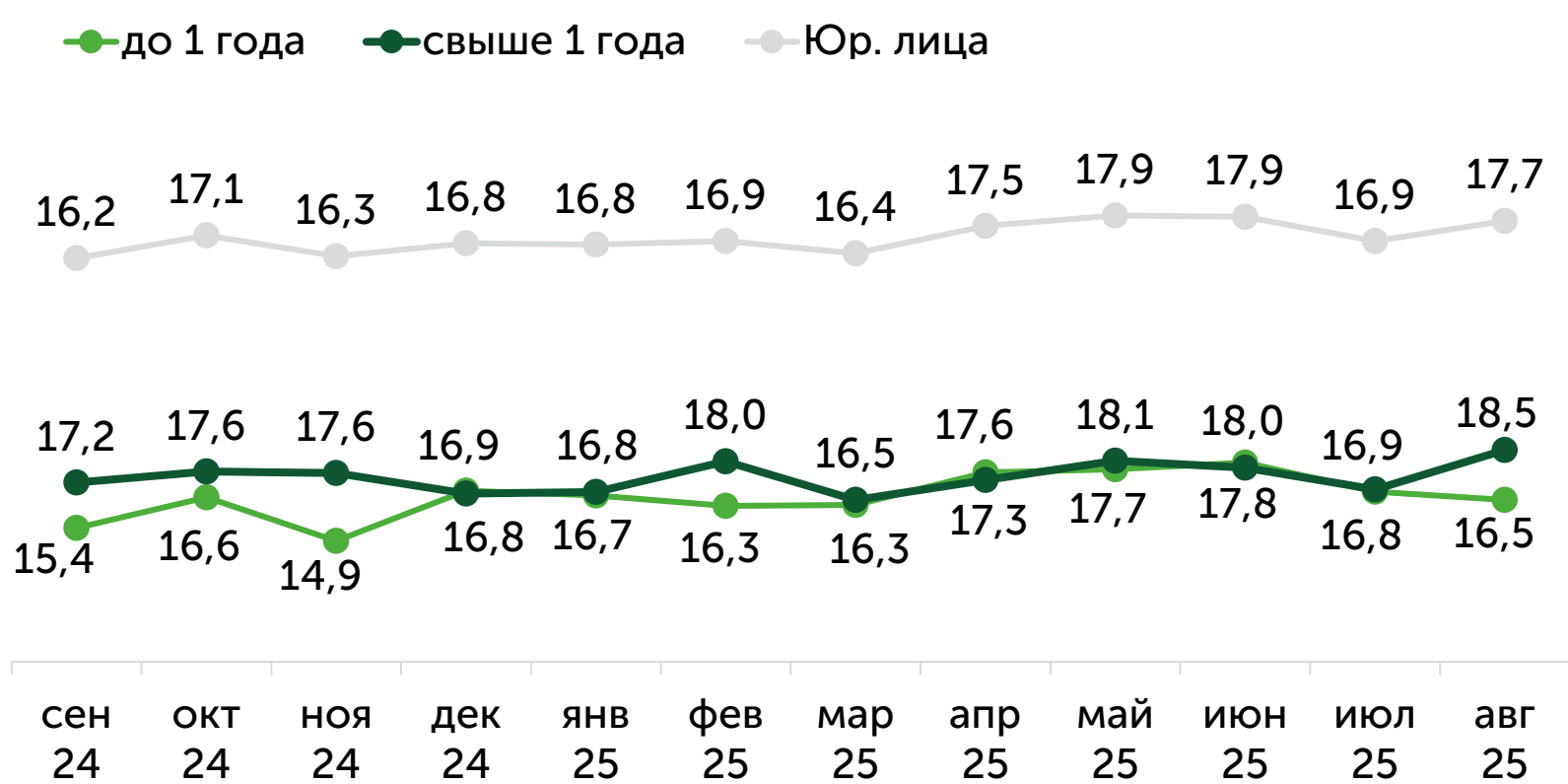
Процентные ставки по депозитам в национальной валюте. В августе 2025 года средняя ставка по срочным депозитам в Узбекистане составила 19,8%, вернувшись к одному из пиковых уровней за год. На рынке отчетливо прослеживается дивергенция трендов: ставки по депозитам физических лиц постепенно снижаются, в то время как доходность вкладов юридических лиц продолжает демонстрировать устойчивый рост.



Для физических лиц средняя ставка составила 21,4%, показывая постепенное снижение после пика в начале года (22,1%). Вклады до 1 года опустились до 20,7%, а свыше 1 года — до 21,5%. Несмотря на умеренное снижение, доходность депозитов населения остается значительно выше средней по рынку.

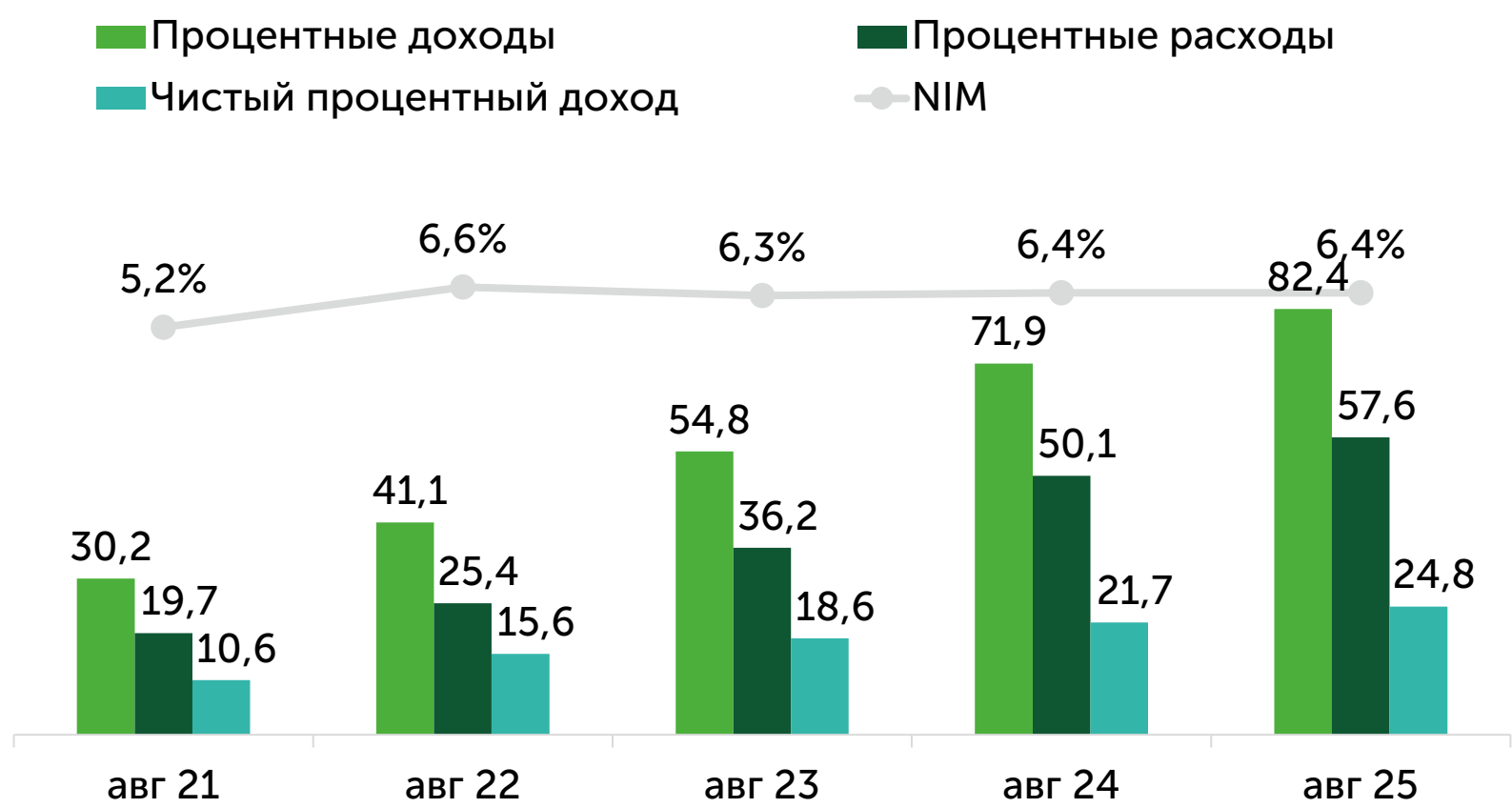


Для юридических лиц наблюдается противоположная динамика — средняя ставка выросла до 17,7%, достигнув одного из рекордных уровней за год. Особенно активно росли долгосрочные депозиты (свыше 1 года), по которым ставка достигла 18,5%.



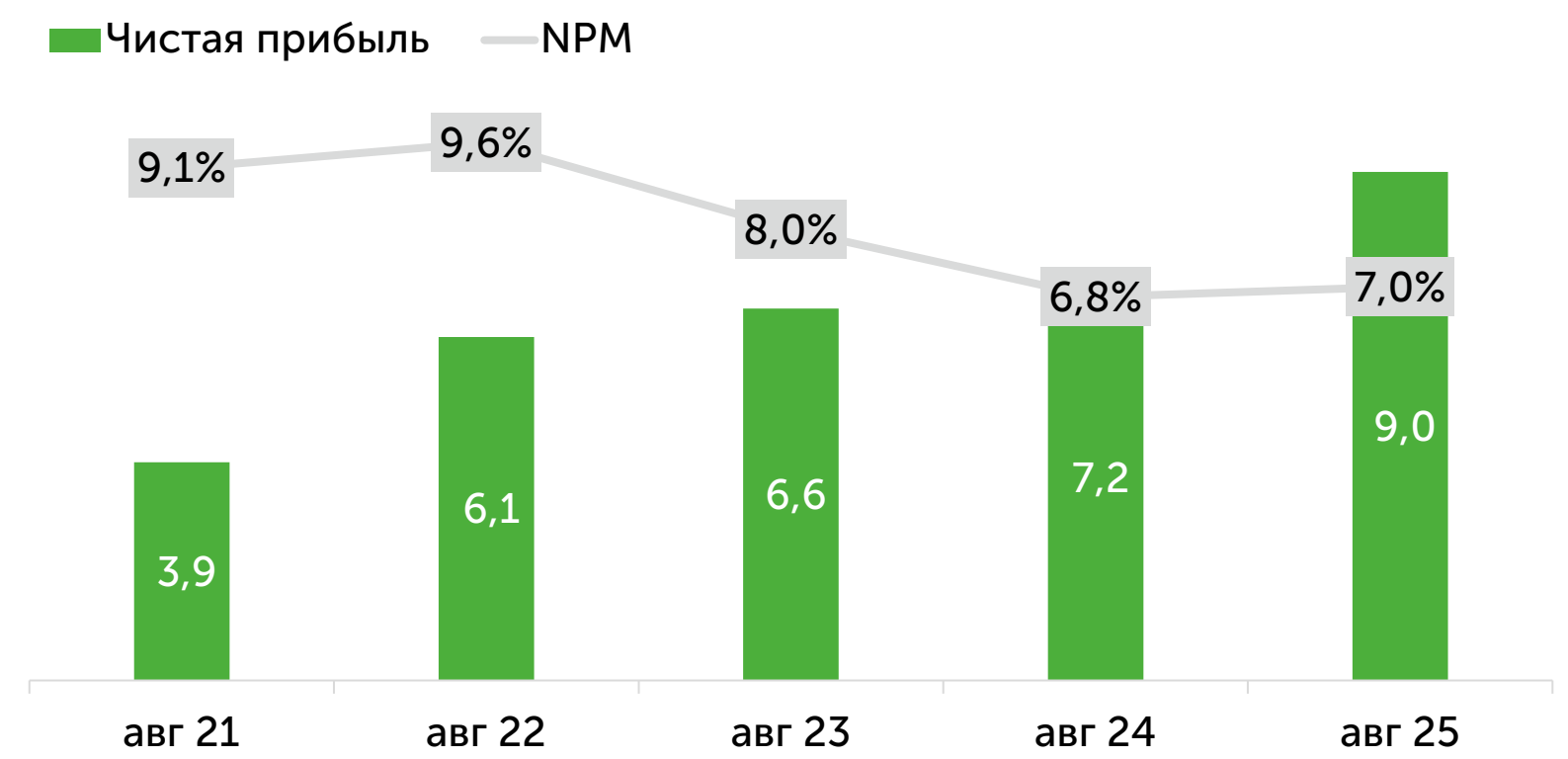
Финансовые показатели коммерческих банков. В августе 2025 года процентные доходы банков достигли 82,4 трлн сумов, увеличившись на 14,7% год к году. Процентные расходы выросли на 14,8%, до 57,6 трлн сумов. Непроцентные доходы прибавили 37,7%. Оценочные резервы по кредитным и лизинговым операциям составили 17,2 трлн сумов (+24,6% г/г), а убытки по некредитным операциям выросли на 84,0%, до 7,9 трлн сумов.

Динамика процентного дохода, трлн сум



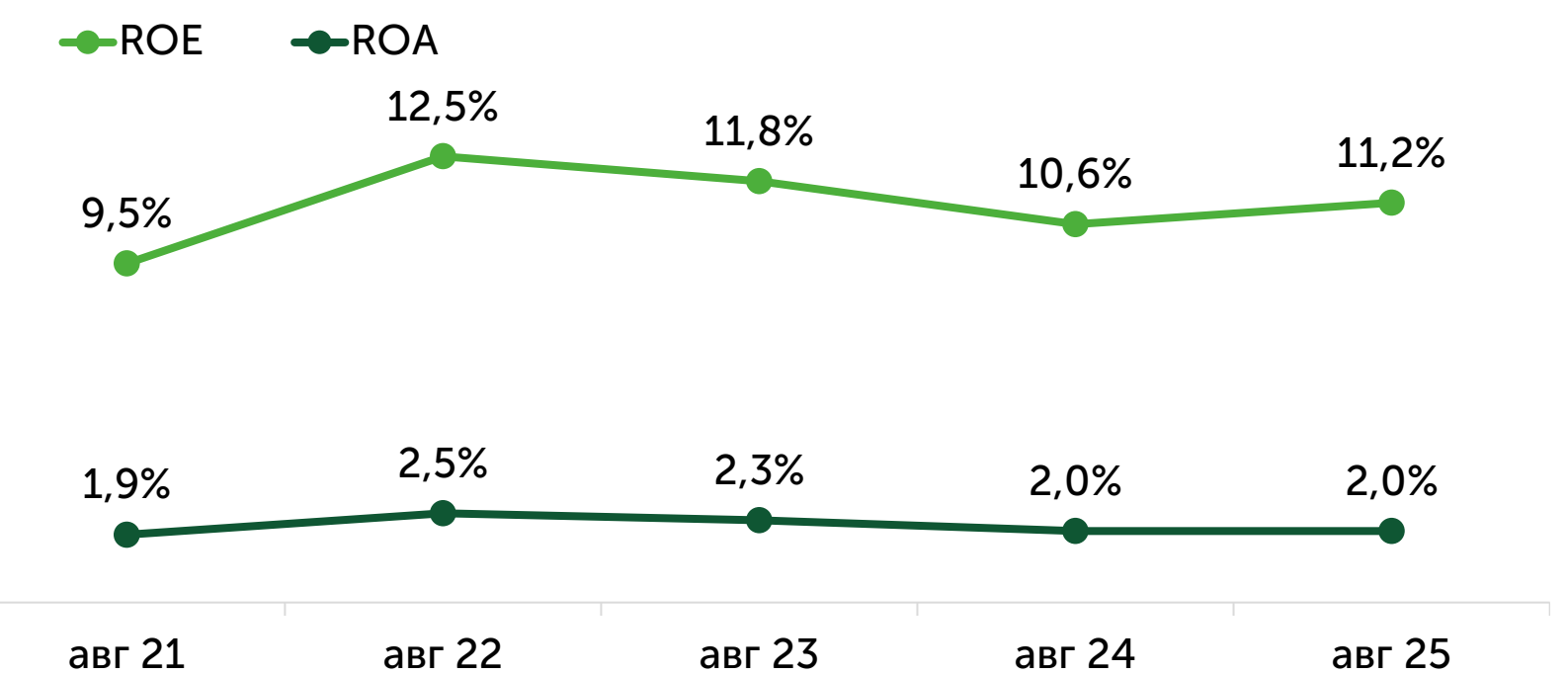
В результате совокупная чистая прибыль банков выросла на 37,7% в годовом выражении, достигнув 9,0 трлн сумов.

Чистая прибыль(трлн сум) и её рентабельность (%)



Показатель рентабельности собственного капитала (ROE) составил 11,2%, продемонстрировав восстановление после двух лет снижения. Для сравнения, годом ранее он находился на уровне 10,6%. Рентабельность активов (ROA) осталась стабильной — 2,0%, что соответствует показателю августа 2024 года.

Рентабельность банков



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

9-ый месяц 2025 года для узбекского сума носила укрепляющий характер по отношению к ряду иностранных валют.

Особенно это проявилось по динамике к пяти ключевым валютам, которые представлены в графиках и таблице. Несмотря на то, что с начала года отображены разнонаправленные колебания, в сентябре по всем из них наблюдалось существенное подорожание их к национальное валюте.

По состоянию на 30 сентября 2025 года курс сума укрепился к следующим валютам:

- USD/UZS —> на 3,32% (-414,62 сум);
- RUB/UZS —> на 6,18% (-9,59 сум);
- KZT/UZS —> на 5,09% (-1,18 сум);
- EUR/UZS —> на 2,75% (-399,72 сум);
- CNY/UZS —> на 3,16% (-55,31 сум).

В сентябре в валютной паре USD/UZS, курс опустился до 12 067,76 сум за доллар, достигнув двухлетнего минимума — близкого к уровню 12 066,19 сум, зафиксированному 23 августа 2025 года.

Главным катализатором укрепления сума стало ослабление глобальных позиций доллара США, вызванное пересмотром рыночных ожиданий относительно монетарной политики ФРС. Публикация слабых макроэкономических данных по инфляции (CPI) и занятости (NFP) спровоцировала «голубиную» риторику представителей ФРС, усилив ожидания возможного смягчения политики. Это привело к снижению индекса доллара (DXY) на 1,51% в 17 сентября и росту спроса на валюты развивающихся стран, включая сум.

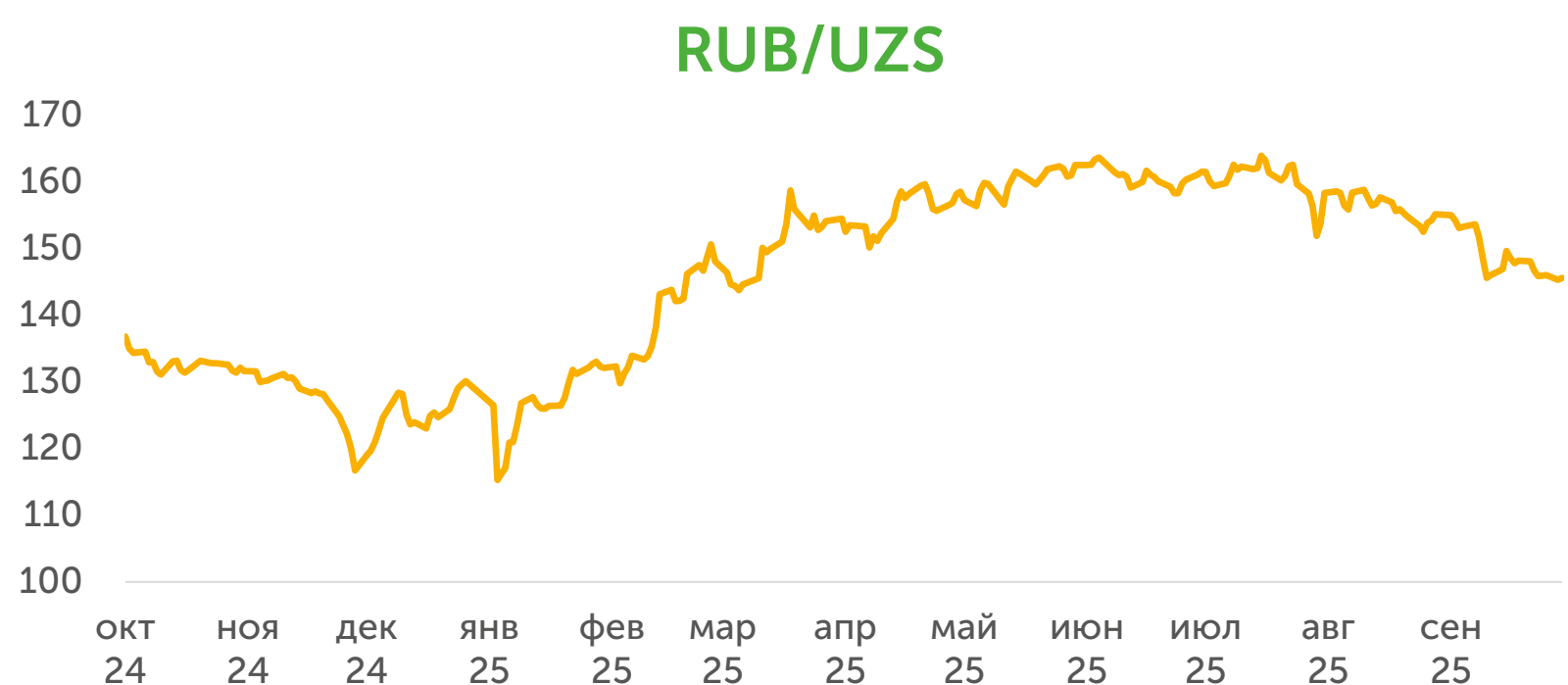
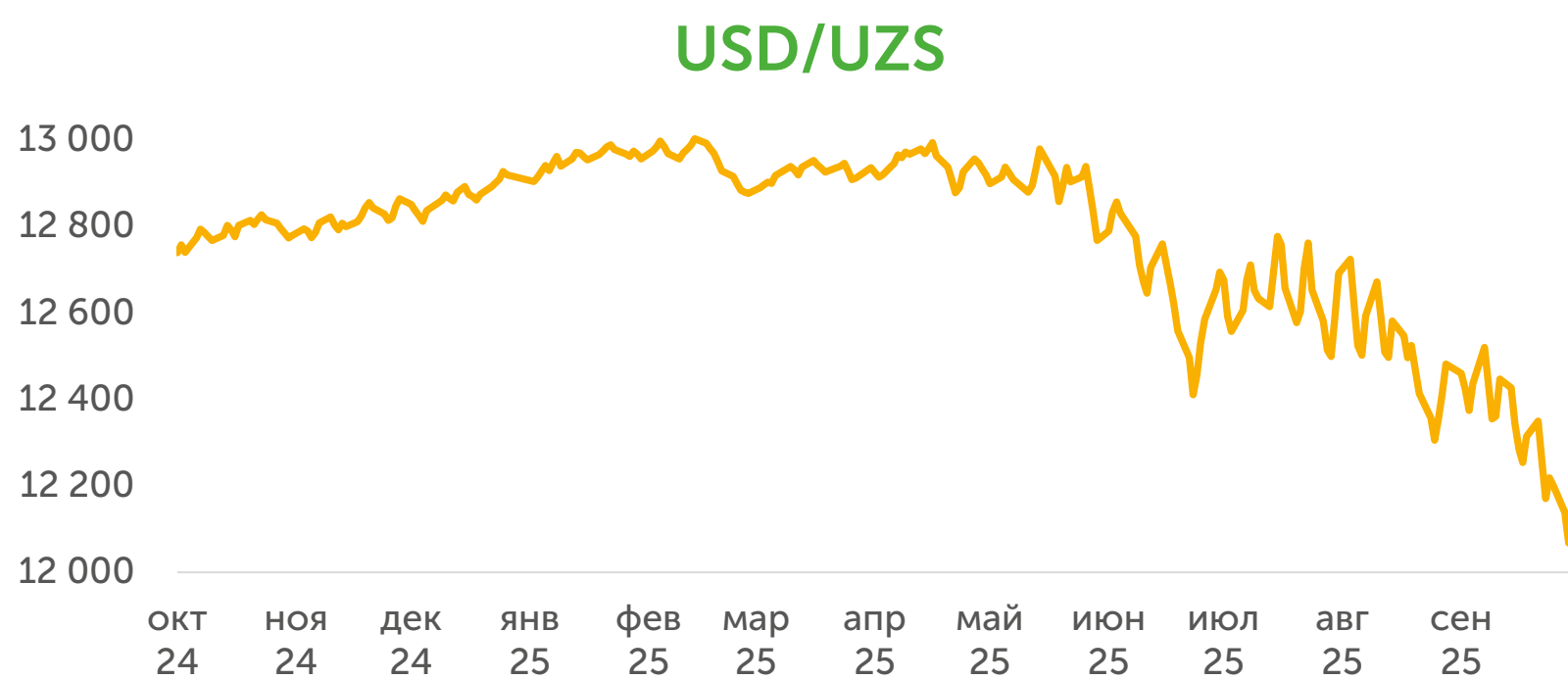
Дополнительную поддержку оказала благоприятная конъюнктура на мировом рынке золота. Узбекистан, являющийся крупным экспортером драгоценных металлов, получил выгоду от роста цен, что увеличило валютные поступления и предложение долларов на внутреннем рынке.

Помимо этого, укреплению национальной валюты способствовало улучшение глобального риск-аппетита. На фоне снижения геополитических рисков и стабилизации экономики Китая инвесторы вновь проявили интерес к активам развивающихся рынков, что привело к притоку капитала и укреплению валют ЕМ.

Укреплению сума способствовала и внутренняя политика. Центральный банк Узбекистана сохранял высокую ключевую ставку на уровне 14%, что повышало привлекательность сумовых активов и ограничивало давление на курс. Кроме того, валютные интервенции помогали сгладить колебания на рынке.

Пять валют по отношению к узбекскому суму

	2020	2021	2022	2023	2024	9М '25
USD/UZS	10,19%	3,44%	3,58%	9,92%	4,71%	-6,60%
RUB/UZS	-7,93%	4,11%	6,51%	-12,95%	-4,54%	11,88%
KZT/UZS	0,60%	-0,44%	-2,13%	11,67%	-7,91%	-12,11%
EUR/UZS	20,52%	-4,39%	-2,15%	14,80%	-2,15%	5,25%
CNY/UZS	17,34%	6,23%	-5,25%	7,68%	1,97%	-4,24%



Институты	Темпы роста ВВП, %		Инфляция, %	
	2025	2026	2025	2026
Узбекистан	6,2	6,1	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

Фискальная стратегия Узбекистана на 2026–2028 годы

Министерство экономики и финансов представило фискальную стратегию на 2026–2028 годы, направленную на поддержание высоких темпов роста экономики при одновременном снижении инфляции и укреплении макроэкономической стабильности. Стратегия сочетает масштабные инвестиционные и структурные инициативы с жёсткими фискальными рамками и мерами по повышению эффективности расходов.

Правительство планирует сохранять ежегодный рост ВВП на уровне не ниже 6%: 2025 — 6,2% (ожидание), 2026 — 6,1% (прогноз), 2027 — 6,3% (цель), 2028 — 6,1% (цель). Одновременно предусмотрено постепенное снижение инфляции с ~8% в 2025 году до целевого уровня 5% к 2028 году, что создаёт основу для перехода к режиму таргетирования ценовой стабильности.

Факторы экономического роста

- Промышленность и энергетика.** Реализация крупных горно-металлургических и энергетических проектов (включая расширение мощностей Навоийского и Алмалыкского ГМК) должна увеличить добычу меди и золота и укрепить экспортный потенциал. В энергетике планируется ввод новых солнечных, ветровых и тепловых установок общей мощностью порядка 11,7 ГВт, что поддержит индустриализацию и стабильность энергоснабжения.
- Сектор услуг — главный драйвер.** Стратегия делает основной упор на рост услуг: транспорт и логистика (целевой объём услуг — до 185 трлн сум, экспорт — до \$2,3 млрд), туризм (до 15,8 млн иностранных туристов и экспорт туристических услуг до \$4 млрд), а также развитие финансовых, цифровых и аутсорсинговых услуг как катализаторов цифровой трансформации и добавленной стоимости.
- Инфраструктурные и региональные проекты.** Приоритет — развитие транспортных коридоров и городской инфраструктуры: строительство и модернизация автомагистралей (включая направления Ташкент–Самарканд, Ташкент–Андижан) и международных железнодорожных маршрутов (Узбекистан–Китай, Узбекистан–Пакистан). На инфраструктуру в 2026 году планируется направить около 19 трлн сум бюджетных средств.
- Поддержка частного сектора.** Уменьшение доли государства в отдельных секторах, упрощение административных процедур и повышение прозрачности должны стимулировать частные инвестиции и конкуренцию.

Контроль инфляции и фискальная дисциплина

- Ограничение дефицита:** закрепление «золотого правила» — дефицит консолидированного бюджета не выше 3% ВВП, начиная с 2025 года.
- Ограничение госдолга:** целевой порог не выше 50% ВВП во избежание долговых и девальвационных рисков.
- Эффективность расходов:** переход к бюджетированию, ориентированному на результат — финансирование программ строго по мере достижения измеримых социально-экономических эффектов.
- Реформа налоговой политики:** расширение налоговой базы путём сокращения теневой экономики и отмены неэффективных налоговых льгот без повышения базовых ставок.

Риски и факторы реализации

Успех стратегии зависит от способности поддерживать баланс между стимулированием роста и фискальной жёсткостью. К ключевым рискам относятся задержки в реализации крупных проектов, внешние шоки (колебания цен на сырьё, изменение спроса на экспорт), а также недостаточная эффективность реформ в фискальной и административной сферах. Своевременное внедрение механизмов оценки результатов, прозрачность исполнения бюджета и активная работа по привлечению частных инвестиций снизят эти риски.

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»).

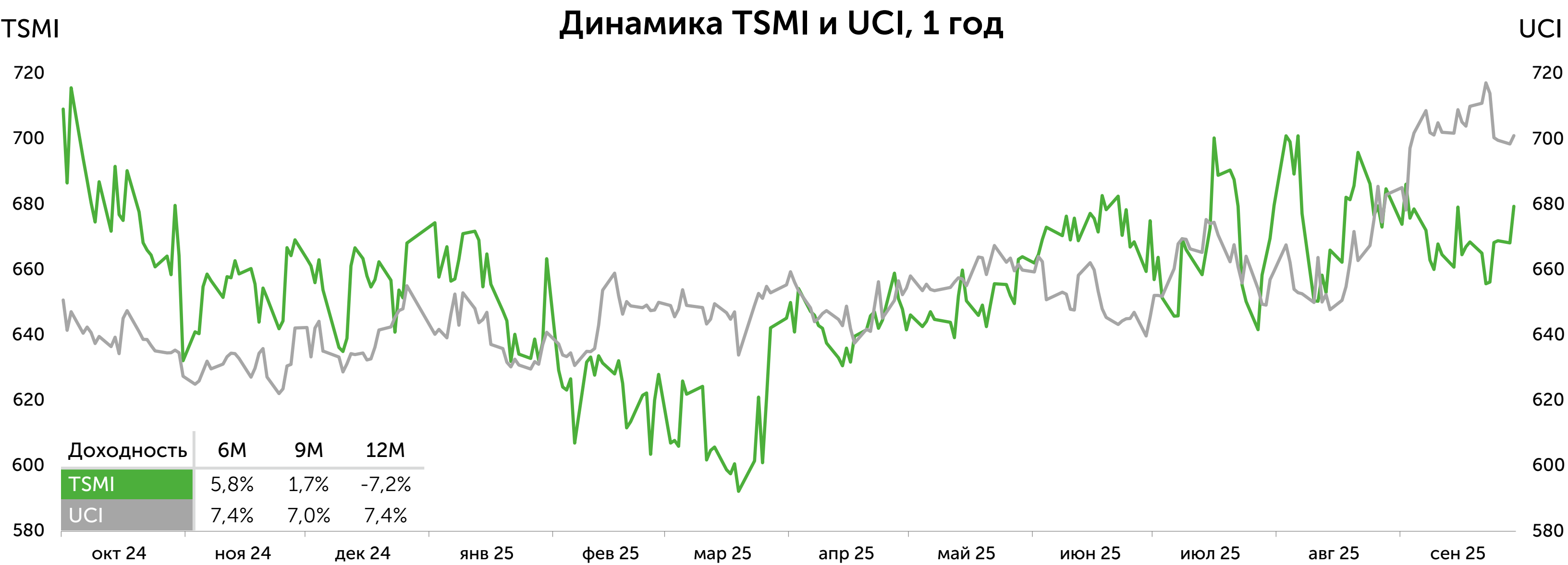
В целом повышение до «BB» отражает улучшение доверия к экономической политике республики как на внутреннем, так и на международном рынках, расширяя возможности привлечения финансирования и инвестиций.

Общая информация

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 93 акций эмитентов по состоянию на 1 октября 2025 года. При этом 61 из этих акций представляют компании с государственной долей участия.

В начале сентября индекс TSMI открылся на отметке 674 пунктов, после чего продемонстрировал краткосрочный рост до 686 пунктов (3 сентября), однако уже в первой декаде перешёл к снижению, достигнув локальных минимумов в районе 660–663 пунктов. Эти колебания отражали повышенную волатильность. Во второй половине сентября индекс стабилизировался, колеблясь в диапазоне 656–669 пунктов, и постепенно начал восстанавливаться. К концу месяца он вернулся к отметке 679 пунктов (30 сентября), что означает символический рост относительно начала месяца, но указывает на снижение на 0,78% по сравнению с августом. При этом внутримесячная динамика проходила под влиянием краткосрочных спадов и последующей коррекции.

В сентябре 2025 года индекс Uzbekistan Composite Index (UCI) напротив выросла на 2,65%, достигнув уровня 701 пункт. С начала текущего года его прирост составил 7,0%.

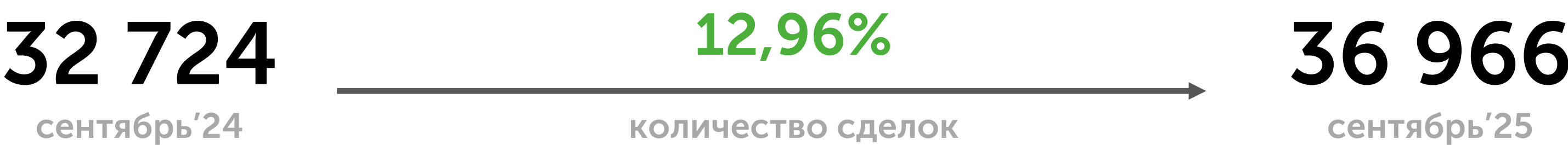


Объем торгов

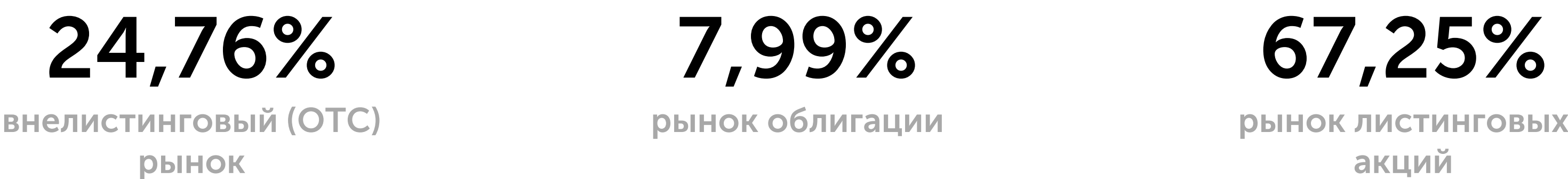
В сентябре 2025 года совокупный объем биржевых торгов продемонстрировал значительное снижение по сравнению с аналогичным периодом 2024 года, составив 281,59 млрд сум (-85,49%).



За этот же период на бирже было заключено 36 966 сделок, что на 4 242 больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



Основная часть торгов пришёлся на рынок листинговых акций — 189,38 млрд сум. Объем операций на ОТС составил 69,71 млрд сум, тогда как на рынке облигаций — 22,50 млрд сум. Разбивка рынков по долям:



Общий объем торгов компонентами индекса TSMI за сентябрь 2025 года составил 3,23 млрд сум, что эквивалентно 1,15% от общего биржевого оборота.

В представленных ниже таблицах отражены объемы и количество сделок за первый, второй и третий кварталы текущего года:

млрд сум	I квартал	II квартал	III квартал	кол. сделок	I квартал	II квартал	III квартал
Акции	1 290,12	4 015,27	1 526,06	Акции	113 347	64 361	96 032
Облигации	213,35	279,75	169,84	Облигации	962	3 235	3 185
ОТС	1 398,23	4 818,78	292,40	ОТС	18 694	14 410	14 260

В сентябре торговая активность на бирже была сосредоточена в трёх секциях: Main Board, Nego Board и Free of Payment (FoP). Распределение объёма сделок выглядело следующим образом: на Main Board пришлось 10,51% от общего оборота, на Nego Board — 3,83%, а основная доля — 85,65% — была сформирована в секции FoP Board.

Справочник:

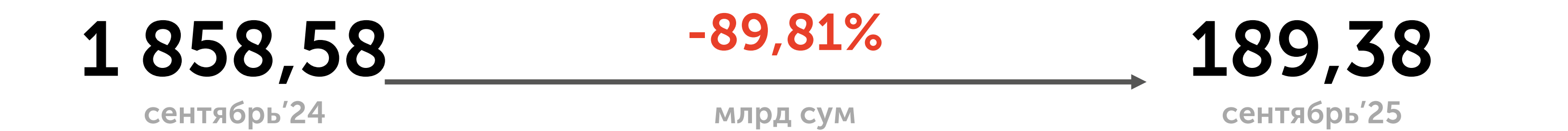
Main Board - основная секция с применением технологии «залпового аукциона для определения котировальных цен периода открытия и закрытия торгов и технологии непрерывного двойного аукциона «мэтчинг – matching» для совершения сделок

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

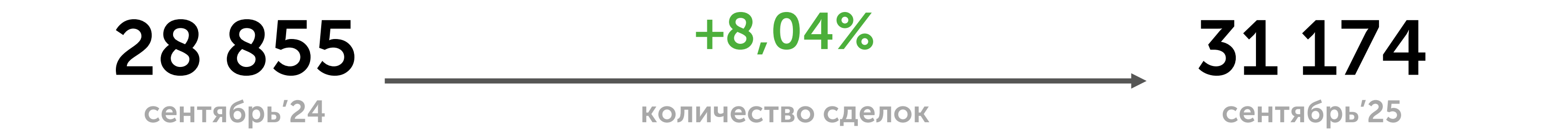
FoP Board (Free of Payments) – секция для сделок купли-продажи ценных бумаг или размещения эмитентом своих ценных бумаг в результате эмиссии без денежных расчетов методом «клиринг и поставка ценных бумаг без платежа», с применением технологии непрерывного двойного аукциона «мэтчинг – matching» для совершения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

Рынок листинговых акций

В сентябре 2025 года на рынке долевого инструмента было заключено сделок на сумму 189,16 трлн сум, что почти в десять раз меньше уровня аналогичного периода 2024 года.



Количество сделок наоборот выросли на 2 319 — до 31 174 по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



В основной секции (Main Board) объем торгов составил 5,94 млрд сум, что на 70,29% ниже показателя предыдущего месяца. На секции Nego Board также зафиксировано снижение — на 87,62%, до 2,46 млрд сум. В то же время в секции FoP Board объём торгов достиг 180,76 млрд сум, тогда как в прошлом месяце сделки в этой секции не проводились.

млрд сум	I квартал	II квартал	III квартал
Main Board	19,10	21,82	79,56
Nego Board	82,41	90,20	45,52
FoP Board	1 188,61	3 903,25	1 400,76

Акции, входящие в индекс TSMI*

Тикер	Эмитент
URTS	АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа»
UZTL	АК «Узбектелеком»
HMKB	АКБ «Хамкорбанк»
UZMK	АО «Узметкомбинат»
QZSM	АО «Кызылкумцемент»
CBSK	АО «Торговый комплекс Чиланзар»
UNVB	АКБ «Универсал банк»

Тикер	31.08.2025	30.09.2025	Изм.%	YTD
TSMI Index	684,80	679,43	-0,78%	1,68%
URTS	4 299,90	4 510,00	4,89%	23,56%
UZTL	5 999,99	5 894,00	-1,77%	45,53%
HMKB	30,76	30,99	0,75%	27,06%
UZMK	3 903,00	3 750,00	-3,92%	-12,79%
QZSM	999,99	822,90	-17,71%	-45,14%
CBSK	2,23	2,19	-1,79%	123,47%
UNVB	8 450,00	8 597,00	1,74%	-3,40%

*по состоянию на 30.09.2025

За девять месяцев 2025 года компоненты индекса TSMI продемонстрировали разнонаправленную динамику. Лидером периода стал CBSK, акции которого подорожали на 123%, достигнув 2,19 сум за штуку. Далее следовали UZTL (+45%), НМКВ (+27%) и URTS (+23%). Остальные компоненты показали нисходящую динамику и продолжают находиться в зоне неопределённости.

С окончанием третьего квартала, в соответствии с методологией индекса TSMI, на следующий квартал будет проведён пересмотр состава индекса с учётом требований к ликвидности.



URTS

Доходность:

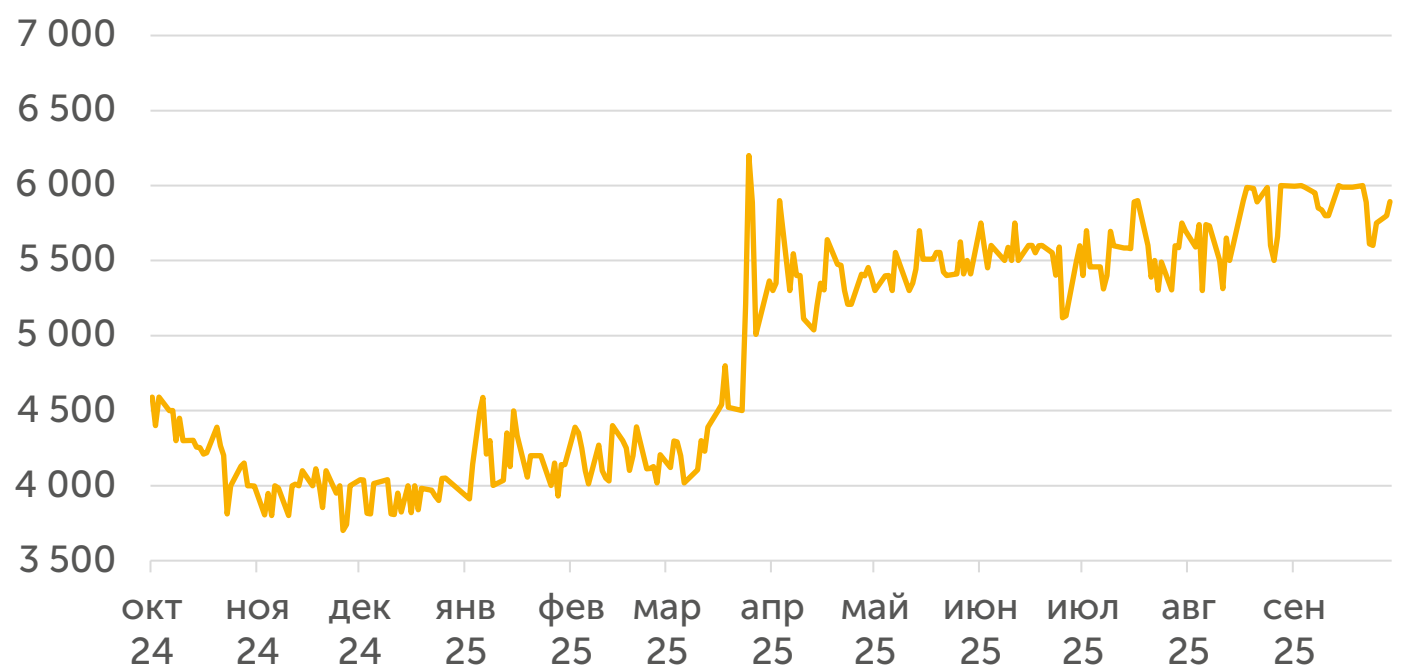
6М	9М	12М
41,6%	23,6%	46,4%

1,69 трлн сум

капитализация
по состоянию на 30/09/2025

Объем торгов:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
URTS	3 245,55	6 505,00	4 237,86



UZTL

Доходность:

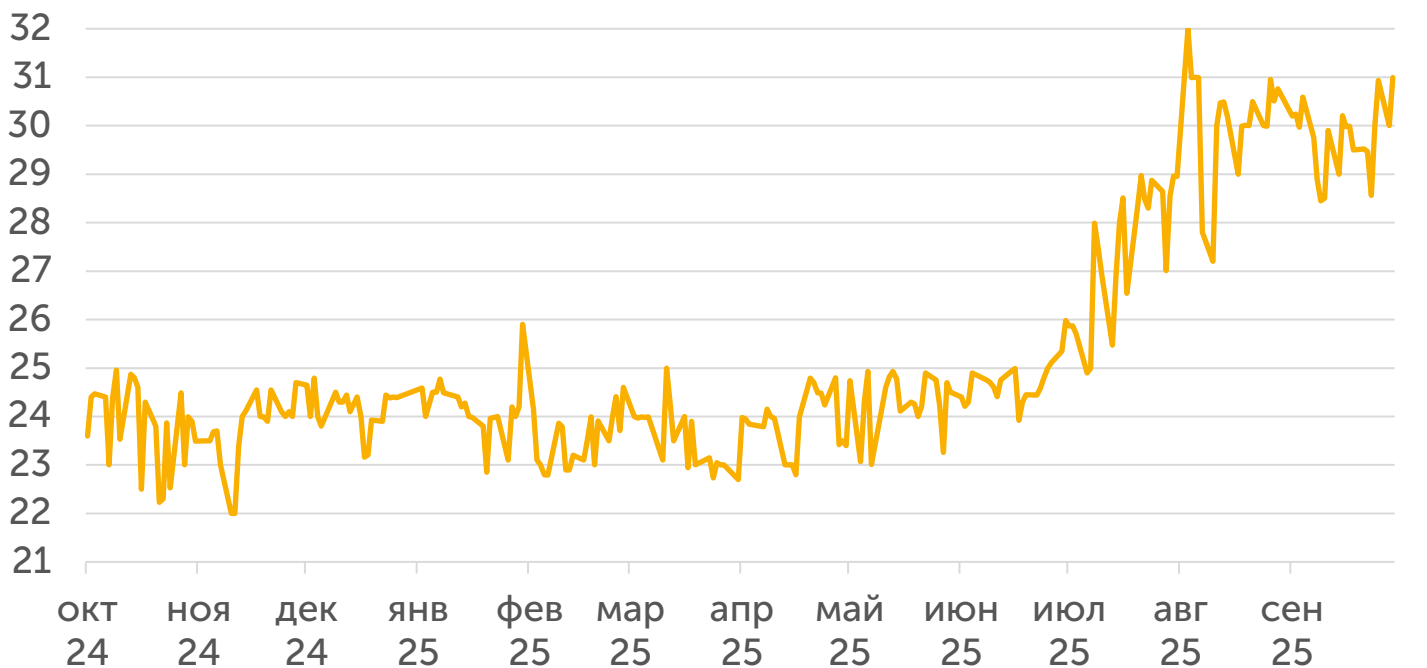
6М	9М	12М
17,7%	45,5%	28,1%

1,60 трлн сум

капитализация
по состоянию на 30/09/2025

Объем торгов:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
UZTL	775,70	623,06	1 056,91



НМКВ

Доходность:

6М	9М	12М
34,7%	27,1%	24,5%

3,88 трлн сум

капитализация
по состоянию на 30/09/2025

Объем торгов:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
НМКВ	1 980,63	1 240,20	15 657,92



CBSK

Доходность:

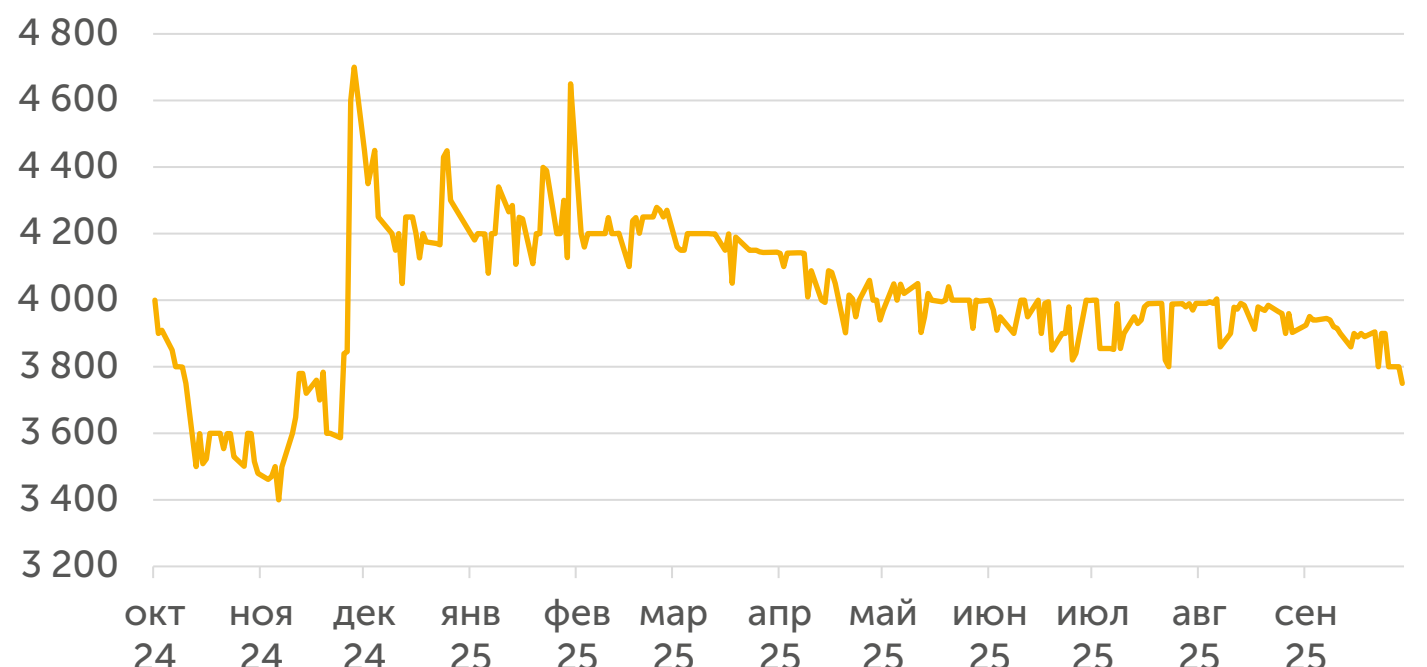
6М	9М	12М
75,2%	123,5%	106,6%

192,45 млрд сум

капитализация
по состоянию на 30/09/2025

Объем торгов:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
CBSK	4 340,81	272,24	372,87



UZMK

Доходность:

6М	9М	12М
-9,5%	-12,8%	-16,7%

2,27 трлн сум

капитализация
по состоянию на 30/09/2025

Объем торгов:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
UZMK	610,93	851,71	415,60



QZSM

Доходность:

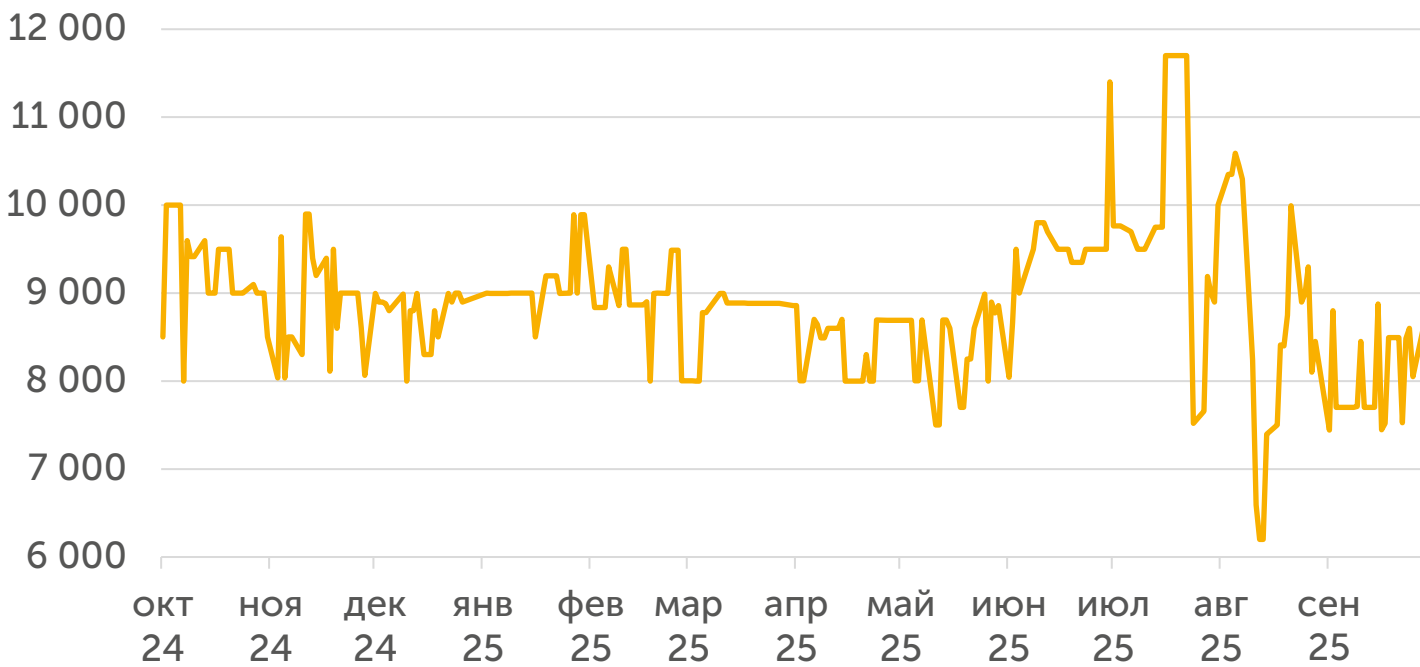
6М	9М	12М
-39,8%	-45,1%	-56,7%

368,26 млрд сум

капитализация
по состоянию на 30/09/2025

Объем торгов:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
QZSM	192,90	766,61	798,68



UNVB

Доходность:

6М	9М	12М
-3,2%	-3,4%	1,1%

859,70 млрд сум

капитализация
по состоянию на 30/09/2025

Объем торгов:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
UNVB	2 192,32	24 326,06	1 952,42

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	4 510,00	4 311,00	-4,4%	Покупать
SQBN	АКБ "Узпромстройбанк"	Финансовые услуги	10,50	12,71	21,0%	Покупать
НМКВ	АКБ "Хамкорбанк"	Финансовые услуги	30,99	37,70	21,7%	Покупать
UZMK	АО "Узметкомбинат"	Металлургия	3 750,00	7 300,00	94,7%	Покупать
UZMT	АО "Узавтомоторс"	Автомобилестроение	55 000, 00	99 700,00	81,3%	Покупать
UZTL	АК "Узбектелеком"	Телекоммуникации	5 894,00	7 400,00	25,6%	Покупать
БИОК	АО "Биокимё"	Химическая промышленность	16 000,00	30 979,00	93,6%	Покупать
IPTB	АКИБ "Ипотека-банк"	Финансовые услуги	1,15	1,27	10,4%	Держать
TRSB	ЧАБ "Трастбанк"	Финансовые услуги	8 100,00	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
UNVB	АКБ "Универсалбанк"	Финансовые услуги	8 597,00	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
АКБ «Хамкорбанк»	1,25	1,25	06/09/2025	05/11/2025

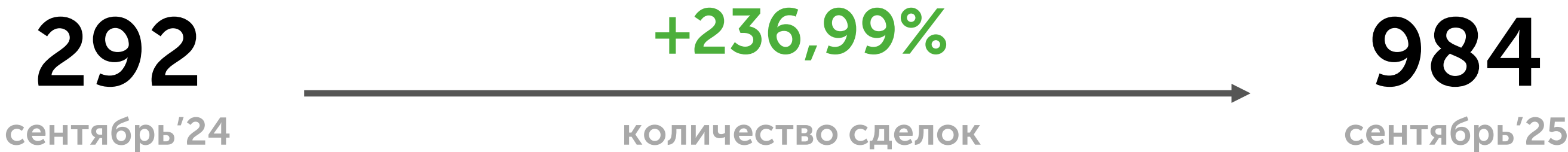
Примечание. В Закон «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» внесены изменения: исключена норма о невостребованных дивидендах, переходящих в распоряжение общества. Теперь дивиденды выплачиваются автоматически через Центральный депозитарий или инвестиционных посредников на счёт акционера, без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

Рынок облигаций

В сентябре 2025 года объем торгов по корпоративным облигациям составил 22,50 млрд сум, что на 55,55% меньше уровня аналогичного месяца прошлого года.



Количество заключённых сделок с долговыми инструментами увеличилось на 692 и достигло 984 по сравнению с первым полугодием 2024 года.



Торги с инструментами

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

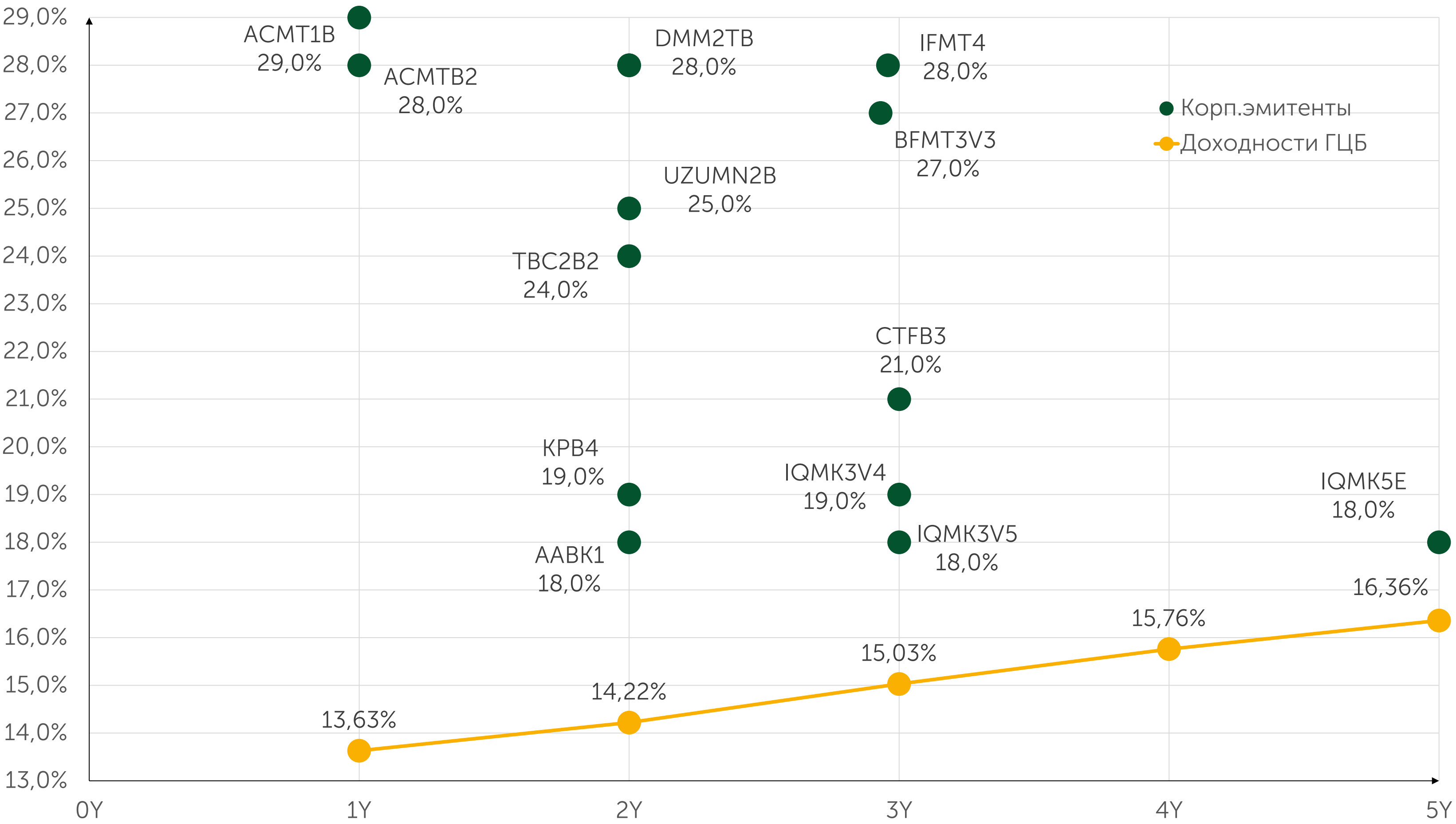
Компания	Тикер / ISIN	Годовая доходность	Дата погашения	Дней до погашения
ООО «BIZNES FINANS MIKROMOLIYA TASHKILOTI»	BFMT3V2 / UZ6057687AB2	27,00%	13/09/2026	348
	BFMT3V3 / UZ6057687AC0	27,00%	20/11/2027	781
АО «AGAT CREDIT MIKROMOLIYA TASHKILOTI»	ACMT1B / UZ6058977AA8	29,00%	02/04/2026	184
	ACMT1B2 / UZ6058977AB6	28,00%	23/07/2026	296
ООО «IMKON FINANS MIKROMOLIYA TASHKILOTI»	IFMT3 / UZ6056967AC7	28,00%	25/03/2026	176
	IFMT4 / UZ6056967AD5	28,00%	09/04/2027	556
ООО «DELTA MIKROMOLIYA TASHKILOTI»	DMMT2B / UZ6058027AB0	28,00%	17/03/2027	533
	DMMT2B3 / UZ6058027AC8	28,00%	20/07/2027	658
ИП ООО «MAKESENSE»	UZUMN2B / UZ6058967AA9	25,00%	16/02/2027	504
ООО «CONTACT FINANCE»	CTFB3 / UZ6059057AA8	21,00%	08/08/2028	1 043
ООО «HAMKOR INVEST LIZING»	HKIL3 / UZ6057757AB3	18,00%	06/05/2026	218

Ниже представлены данные об объемах торгов долговыми инструментами за первый, второй и третий кварталы текущего года:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
BFMT3	1,01	24,00	1 763,49
BFMT3V2	1 199,66	1 052,16	1 123,91
BFMT3V3	9 112,68	4 709,44	5 889,66
IFMT3	213,50	64,66	995,04
IFMT4	2 320,92	909,48	2 661,77
НМКВ1	17,37	791,09	√
DMMT2B	129,00	9 968,00	64,59
DMMT2B3	X	X	15 478,42
ACMT1B	X	41 108,94	3 168,22
ACMT1B2	X	X	37 064,72
UZUMN2B	X	221 124,32	97 445,55
CTFB3	X	X	2 683,40
HKIL3	—	—	1 500,00

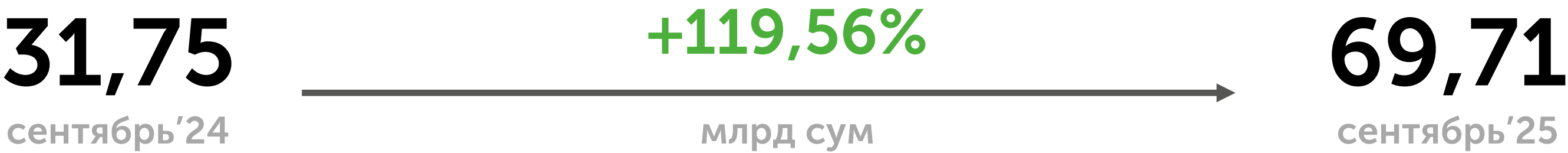
(√) Срок обращения завершился, и выпуск был погашен
(X) выпуск отсутствовал
(—) торги отсутствовали

Купонные ставки на рынке, % годовых



Внелистинговый (ОТС) рынок

По итогам сентября 2025 года оборот на внебиржевом (ОТС) рынке составил 69,71 млрд сум, что на 119,51% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



При этом количество сделок увеличилось на 1 247 по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и достигло 4 805.



Основная часть оборота пришлась на секцию FoP Board, на которую пришлось 86,41% всех торгов. Ниже приведены итоги торгов по секциям за первый, второй и третий кварталы 2025 года:

млн сум	I квартал	II квартал	III квартал
Акции			
Main Board	27 933,21	57 939,16	9 842,36
Nego Board	374 687,40	246 131,63	23 764,69
FoP Board	995 530,80	4 514 689,80	258 777,34
Облигации			
Main Board	82,00	20,00	—

(—) торги отсутствовали

Полное наименование: акционерное общество «Узметкомбинат»

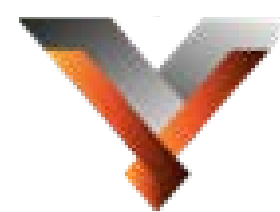
Год основания: 1944

Отрасль: металлургия

Основной вид деятельности: компания осуществляет производство и переработку стальной продукции, включая прокат и металлопродукцию для промышленного и строительного сектора.

Головной офис: г. Бекабад, Ташкентская область, Республика Узбекистан

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



UZMETKOMBINAT
АО «УЗМЕТКОМБИНАТ»



АО «Узметкомбинат» (далее – Компания) является ключевым предприятием металлургической отрасли Узбекистана и одним из стратегически значимых промышленных объектов страны, обеспечивающим внутренний рынок и экспорт высококачественной стальной продукцией, включая арматуру, прокат и другие виды металлопродукции.

Правительство Республики Узбекистан осуществляет полный контроль над Компанией (доля государства и квазигосударства составляет 92,54% по состоянию на 28 августа 2025 года) и поддерживает ее крупные инвестиционные проекты.

В 2020 году компания приступила к строительству нового инвестиционного проекта — Литейно-прокатного комплекса (ЛПК), реализуемого при поддержке государства и направленного на значительное увеличение производственных мощностей и экспортного потенциала.

Согласно бизнес-плану, Компания намерена ввести в эксплуатацию ЛПК до конца 2025 года. Реализация проекта позволит выпускать до 1,04 млн тонн горячекатаного листа в год и фактически удвоить производственные мощности комбината.

Кроме того, на 2025–2026 годы запланированы и другие инвестиционные проекты, в том числе «строительство нового цеха по производству помольных шаров» и «организация выпуска прямо-восстановленного железа».

С запуском ЛПК комбинат планирует увеличить объём производства до 1,2 млн тонн в 2025 году, по сравнению с 0,8 млн тонн в 2024 году.

В первом полугодии 2025 года комбинат достиг одной из ключевых стратегических целей: Узметкомбинат улучшил свою оценку в международном ESG-рейтинге CDP (Carbon Disclosure Project) по направлению Climate Change на две позиции — с «С» до уровня «В». Компания получила наивысшие оценки по таким направлениям, как корпоративное управление, климатическая стратегия и сокращение выбросов парниковых газов. Достигнутый результат превосходит как мировой, так и отраслевой средний уровень.

Роль на фондовом рынке Узбекистана. Ценные бумаги АО «Узметкомбинат» входят в число наиболее востребованных активов на Республиканской фондовой бирже «Тошкент». На долевым рынке активно обращаются два типа акций комбината — обыкновенные (тикер: UZMK) и привилегированные (UZMKP), которые по состоянию на 1 октября 2025 года включены в перечень высоколиквидных бумаг.

Компания также пробовала себя на долговом рынке: в 2021 году эмитент разместил облигации объемом 50 млрд сум с купонной ставкой 22% и сроком обращения 1,5 года. Выпуск был успешно размещён и полностью погашен в срок.

Дополнительно, комбинат входит в число предприятий с участием государства, подлежащих приватизации в установленные сроки согласно Постановлению Президента Республики Узбекистан №145 от 21 апреля 2025 года. В соответствии с документом, государственная доля в АО «Узметкомбинат» будет выставлена на продажу через публичные торги на международных и внутреннем рынках в I квартале 2026 года.

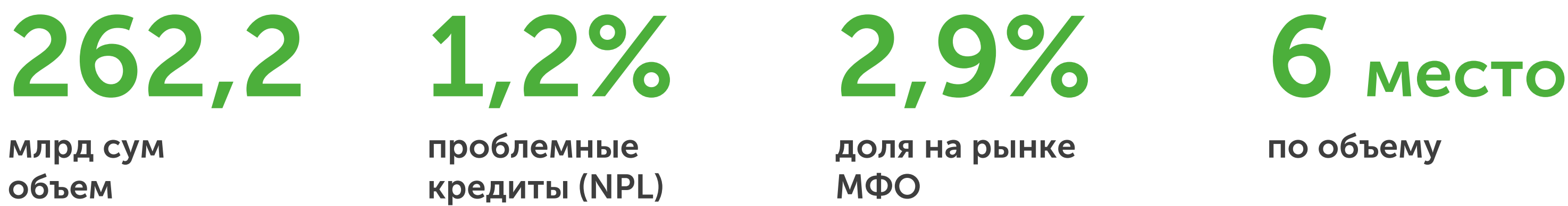
Полное наименование: общество с ограниченной ответственностью «Delta mikromoliya tashkiloti»
Год основания: 2009
Отрасль: Финансовые услуги
Основной вид деятельности: микрофинансовые услуги для физических и юридических лиц
Главный офис: г. Ташкент, Республика Узбекистан
Кредитный рейтинг: «uzA+» со позитивным прогнозом (по оценке национального агентства Ahbor-Reyting)



ООО «Delta mikromoliya tashkiloti» — одна из ведущих микрофинансовых организаций Узбекистана, осуществляющая деятельность на основании лицензии Центрального банка № 28 от 16 мая 2009 года. За 15 лет работы компания оказала услуги более чем 100 000 клиентам, насчитывает свыше 22 000 активных заёмщиков, 180 сотрудников и 31 филиалов по всей стране.

На сегодняшний день доля кредитного портфеля организации составляет 2,9% от общего объёма рынка микрофинансовых организаций, совокупный портфель которого достиг 91,6 трлн сумов. По размеру кредитного портфеля компания занимает 6-е место среди 125 действующих МФО Узбекистана.

Статистика по кредитному портфелю по состоянию на 1 сентября 2025 года:



Стратегия компании

Компания стремится стать эталоном микрофинансового сектора Узбекистана, обеспечивая клиентам доступные, быстрые и современные финансовые решения. К 2027 году компания планирует достичь лидерства по качеству сервиса, доступности и уровню цифровизации.

Стратегические приоритеты:

- Ответственный рост и социальное влияние. Кредитный портфель увеличится в 3,5 раза — до 700 млрд сумов, клиентская база — до 59 тыс. заёмщиков. До 80% клиентов составят жители регионов, а доля женщин-заёмщиков сохранится на уровне 53%. До 20% портфеля будут занимать ESG-кредиты, а микрокредиты для предпринимателей вырастут до 40%.
- Технологическая трансформация. Компания внедрит «кредитный конвейер», ИИ-скоринг и CRM-систему, а также запустит мобильное приложение для клиентов. Безопасность данных будет соответствовать стандарту ISO 27001.
- Институциональное развитие. Внедряется коллегиальное управление, усиливается роль Наблюдательного совета и формируется полноценная служба риск-менеджмента. «Delta» планирует получение международных сертификатов по защите клиентов и ESG-рейтинга.

Роль на фондовом рынке Узбекистана.

Компания активно укрепляет своё присутствие на фондовом рынке Узбекистана, демонстрируя системный подход к развитию рыночных инструментов привлечения капитала.

Первый шаг в этом направлении был сделан в 2023 году, когда компания провела пилотный «закрытый» выпуск облигаций на сумму 15 млрд сумов, выкупленных учредителями. **В 2025 году компания вышла на открытый рынок:** в апреле успешно размещены облигации на 10 млрд сумов, а в июле — на 15 млрд сумов. Четвёртый выпуск на сумму 20 млрд сумов в процессе утверждения и ожидаемый срок обращения в октябре 2025 года.

В перспективе эмитент намерен расширить масштабы рыночного финансирования: в 2026 году планируется привлечение 50 млрд сумов через выпуск облигаций, а в 2027 году — ещё 66 млрд сумов. Таким образом, организация формирует устойчивую модель долгосрочного роста, интегрируясь в инфраструктуру фондового рынка и повышая его инвестиционную привлекательность.



FREEDOM BROKER

Борис Бондарь
Руководитель отдела
инвестиционного банкинга
email: bondar@ffin.uz

Мухаммадкамрон Муродов
Ведущий инвестиционный
аналитик
email: m.murodov@ffin.uz

Мухаммаддиёр Махаматжонзода
Инвестиционный
аналитик
email: mahamatjonzoda@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.