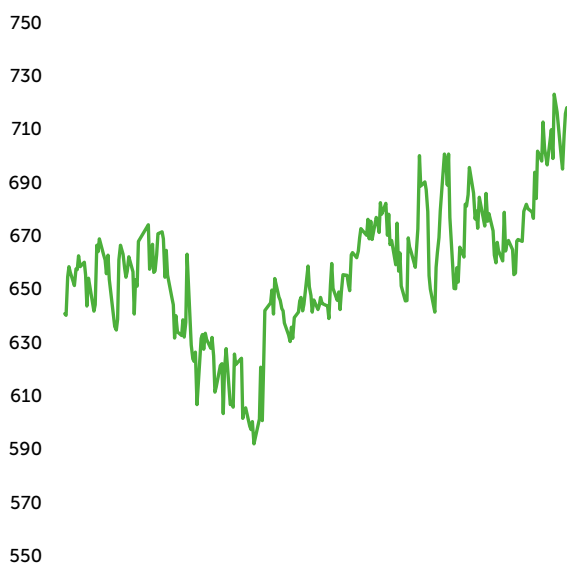


Спрос к банкам растёт

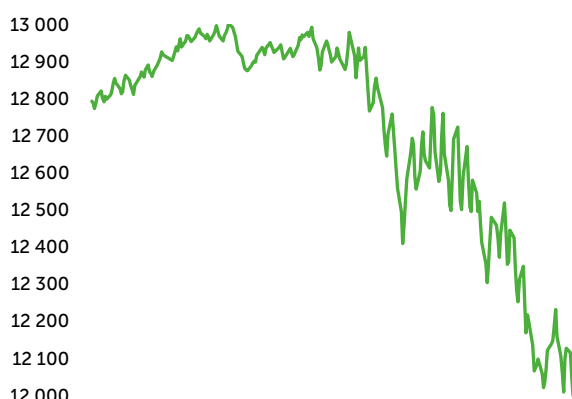
Статистика по бумагам в покритии

Тикер	24.10.2025	31.10.2025	изм. %	YTD	Объём, млн сум
TSMI Index	716,68	718,37	0,24%	7,51%	1 780,9
URTS	4 950,00	4 900,00	-1,01%	34,25%	891,1
UZTL	6 200,00	6 200,00	0,00%	53,09%	47,8
HMKV	36,49	36,75	0,71%	50,68%	360,0
UZMK	3 700,00	3 690,00	-0,27%	-14,19%	27,3
QZSM	879,00	790,00	-10,13%	-47,33%	266,2
SQBN	10,50	10,45	-0,48%	-12,92%	170,9
ALKB	0,43	0,44	2,33%	10,00%	3,8
CBSK	2,29	2,32	1,31%	136,73%	13,7
UNVB	8 247,00	8 800,00	6,71%	-1,12%	0,1

Динамика TSMI, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Ключевые события на фондовом рынке

По итогам прошедшей недели **индекс Tashkent Stock Market Index (TSMI)** показал умеренный рост, завершив торги на уровне 718,37 пункта, что на 0,24% выше показателя предыдущей недели. При этом инвестиционная активность участников рынка заметно снизилась: общий объём сделок с бумагами, входящими в состав индекса, составил 1,8 млрд сум, что на 78,5% меньше по сравнению с предыдущим периодом.

Динамика индекса формировалась под воздействием разнонаправленных факторов со стороны отдельных эмитентов. Ключевым позитивным драйвером выступил **Универсалбанк (UNVB)**, акции которого подорожали на 6,71%, что компенсировало часть снижения других бумаг и обеспечило общий прирост индекса.

Умеренный рост наблюдался также у **Хамкорбанка (HMKV)** (+0,71%) и **Алокабанка (ALKB)** (+2,33%), что отражает сохранение положительного импульса на фоне стабильных фундаментальных ориентиров. Акции **Узтелекома (UZTL)** завершили неделю без изменений, оставаясь в состоянии консолидации после активного роста в предыдущие периоды.

С другой стороны, на сдержанность роста индекса оказало влияние существенное падение котировок **Кызылкумцемента (QZSM)** на 10,13%, обусловленное фиксацией прибыли после длительного периода нестабильной ликвидности и снижения интереса со стороны частных инвесторов. Дополнительное незначительное ослабление продемонстрировали бумаги **Товарно-сырьевой биржи (URTS)** (-1,01%) и **Узметкомбината (UZMK)** (-0,27%), что также ограничило общий рост TSMI.

Ликвидные облигации, доступные на РФБ «Тошкент»

Тикер	Компания	Купонная доходность	Дата погашения	Дней до погашения
ACMT1B	АО «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	29,0%	4/2026	153
ACMT1B2	АО «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	28,0%	7/2026	265
DMMT2B3	ООО «Delta mikromoliya tashkiloti»	28,0%	7/2027	627
UZUMN2B2	ИП ООО «MAKESENSE»	24,0%	10/2027	724

Экономика

ЦБ Узбекистана отмечает низкий уровень конкуренции в банковском секторе. Центральный банк считает конкуренцию между банками недостаточной, так как большинство финансовых учреждений ведут схожую политику. Для улучшения ситуации регулятор планирует поддерживать развитие финтех-компаний, которым могут разрешить предоставлять ряд банковских услуг, а также внедрять исламские банки как дополнительный инструмент для клиентов. При этом цель ЦБ — не увеличение числа банков, а повышение качества конкуренции на рынке. За последние 2,5 года новых банков почти не появлялось — последним стал Yangi Bank в мае 2023 года. Законопроект о внедрении исламского банкинга уже прошел первое чтение в Олий Мажлисе.

Макроэкономика и бюджет-2026: рост, доходы и эффективность. На расширенном совещании под председательством Президента Шавката Мирзиёева обсуждены итоги экономики 2025 года и ключевые показатели на 2026 год. В январе–сентябре экономика выросла на 7,6%, промышленность — на 6,8%, строительство — на 14,2%, услуги — на 14%, сельское хозяйство — на 4,1%. Золотовалютные резервы достигли \$55 млрд, а международные рейтинговые агентства повысили прогнозы по стране. Доходы населения выросли на 18,4%, средняя зарплата — на 19,2%, объем депозитов — на 35,3%. Цель на 2026 год — рост экономики на 6,6%, ВВП более \$150 млрд, инфляция не выше 7%, при этом бюджет сохранит действующие налоговые ставки. Приоритеты — повышение эффективности расходов, сокращение издержек, развитие частного сектора, контроль дивидендной политики госкомпаний, снижение теневой экономики, ускорение проектов с международными финансовыми институтами, а также целевое использование внебюджетных фондов для школ и здравоохранения.

Fitch подтвердило рейтинг Ташкента на уровне «BB-» со стабильным прогнозом. Международное агентство Fitch подтвердило долгосрочные рейтинги Ташкента в иностранной и национальной валютах на уровне «BB-» со стабильным прогнозом. Оценка отражает стабильное финансовое положение города, низкий уровень долга и определенные риски, связанные с прозрачностью отчетности и зависимостью от республиканского бюджета (около 30% доходов в 2024 году). Fitch отмечает ограниченную гибкость расходов (более 80% бюджета — обязательные статьи), слабую систему управления долгом и ограниченный доступ к внутренним рынкам капитала. При этом финансовый профиль оценивается как сильный за счет низкой долговой нагрузки. Прогноз на 2025–2029 годы предполагает рост доходов города до 14,7 трлн сумов. Повышение рейтинга возможно при улучшении прозрачности отчетности и снижении долговой нагрузки; рост долгового коэффициента выше 8х может привести к пересмотру прогноза в сторону понижения.

В Узбекистане ужесточают контроль за кредитами крупными заемщиками. С 1 января 2026 года для системно значимых компаний с обязательствами свыше \$50 млн вводится новый порядок привлечения банковских и внешних займов. Координацией займется специальная комиссия из 9 членов во главе с министром экономики и финансов. Крупные заемщики будут оцениваться по 100-балльной шкале и делиться на три категории риска — низкую, среднюю и высокую. В зависимости от категории вводятся ограничения на сумму новых займов и требования по получению разрешений комиссии. Компании должны будут предоставлять полный пакет документов, включая аудиторское заключение и проектную концепцию. Комиссия также будет осуществлять постоянный мониторинг заемщиков, рекомендовать реструктуризацию долгов, изменения в управлении, докапитализацию или ограничение новых займов, чтобы снизить финансовые риски и повысить устойчивость стратегически значимых предприятий.

Центральный банк опубликовал проект основных направлений денежно-кредитной политики на 2026–2028 годы, выделив факторы, способные ускорить или замедлить инфляцию. По базовому сценарию, рост ВВП ожидается на уровне 5,5–6,5% в 2026 году и 6–7% в 2027–2028 годах, инфляция замедлится до 7% к концу 2026 года и достигнет целевых 5% в 2027 году. Основные риски ускорения инфляции: падение цен на золото, девальвация валют торговых партнеров, рост цен на импортные товары, дефицит бюджета, перебои в энергоснабжении, климатические шоки и резкое увеличение потребительского спроса. В то же время снижение инфляции возможно при росте инвестиций, активной приватизации и улучшении конкурентного климата. Регулятор готов корректировать денежно-кредитную политику в зависимости от реализации этих шоков.

Годовая инфляция в Узбекистане замедлилась до 7,8% — минимум за 9 лет. По данным Нацкомстата, в октябре инфляция в Узбекистане составила 0,6%, а в годовом выражении — 7,8%, что является минимальным показателем с мая 2016 года. Рост цен за месяц затронул в основном яйца (+4,1%), мясо (+1,6–1,7%), молоко (+1,2%) и бензин (+1,5%), тогда как сахар (-3,1%) и рис (-2,5%) подешевели. С начала года средний рост цен составил 5,7%, при этом продукты питания подорожали на 5,9%, непродовольственные товары — на 5,8%, а услуги — на 14,4%. На цены также повлияли тарифы на ЖКУ, транспорт и коммунальные услуги, а топливо за год подорожало в среднем на 11,7%.

Корпоративные новости

Fitch подтвердило рейтинг Ipak Yuli на уровне «B» с позитивным прогнозом. Международное агентство Fitch Ratings подтвердило долгосрочные рейтинги Ipak Yuli (LT IDRs) в иностранной и национальной валютах на уровне «B» с позитивным прогнозом, а Viability Rating (VR) банка — на уровне «b». Позитивный прогноз отражает ожидания стабильного экономического роста в Узбекистане и укрепления бизнес-профиля банка, включая стабильное внутреннее формирование капитала и ликвидность. Fitch отмечает, что Ipak Yuli — небольшой частный банк с высокой долей кредитования МСБ (75% портфеля) и частичной поддержкой международных финансовых институтов (31% акций). Банк демонстрирует высокую доходность, адекватный капитал и ликвидность, умеренный уровень проблемных кредитов (3,2% на 1H25) и стабильное покрытие резервами. Основные риски: высокая долларизация (37%), значительная зависимость от оптового финансирования (37% пассивов), возможное ухудшение качества активов и агрессивный рост. Позитивное изменение рейтинга возможно при улучшении условий работы банков в стране и поддержании стабильного финансового профиля.

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.