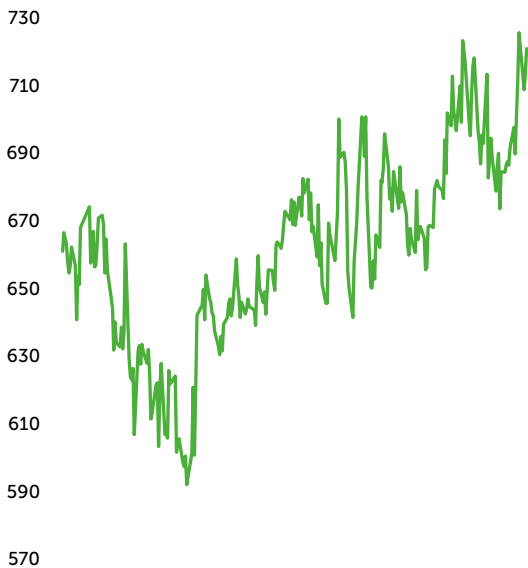


## Коррекционная пауза

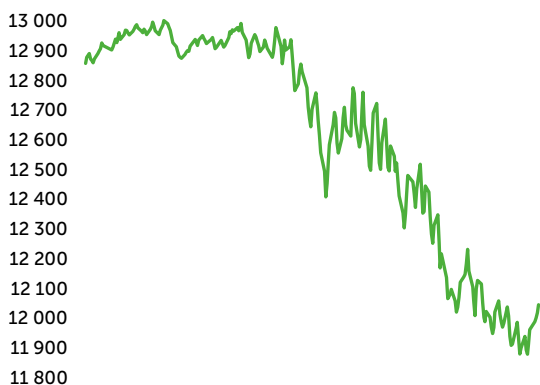
### Статистика по бумагам в покритии

Тикер	05.11.2025	12.12.2025	изм. %	YTD	Объём, млн сум
TSMI Index	725,82	719,91	-0,81%	7,74%	1 461,7
URTS	5 549,00	5 850,00	5,42%	60,27%	391,5
UZTL	6 049,99	5 961,10	-1,47%	47,19%	42,0
HMKB	42,49	40,70	-4,21%	66,87%	785,7
UZMK	3 000,00	2 999,00	-0,03%	-30,26%	47,1
QZSM	792,70	770,00	-2,86%	-48,67%	13,4
SQBN	10,80	10,50	-2,78%	-12,50%	156,2
ALKB	0,41	0,42	2,44%	5,00%	2,6
CBSK	2,38	2,37	-0,42%	141,84%	22,7
UNVB	7 197,00	6 893,00	-4,22%	-22,55%	0,5

### Динамика TSMI, 1 год



### Динамика USD/UZS, 1 год



### Ключевые события на фондовом рынке

По итогам отчетного периода индекс **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** снизился на 0,81% и завершил торги на уровне 719,91 пункта. Первый торговый день недели пришёлся на выходной в связи с празднованием Дня Конституции Республики Узбекистан, что отразилось на общей активности участников рынка. Совокупный объём торгов компонентами индекса составил 1,46 млрд сум, что на 90,33% ниже показателя предыдущего периода.

Динамика компонентов индекса носила разнонаправленный характер. На стороне роста выделялись акции **Товарно-сырьевой биржи (URTS)**, которые прибавили 5,42% и завершили период на уровне 5 850 сумов. При этом 11 декабря в ходе торгов котировки поднимались до 5 989 сумов — максимального значения с ноября 2024 года, когда была проведена капитализация компании. Положительная динамика также зафиксирована в бумагах **Алокабанка (ALKB)**, выросших на 2,44% до 0,42 сума.

В банковском секторе в отчетном периоде преобладала коррекционная динамика. Акции **Хамкорбанка (HMKB)** снизились на 4,21% до 40,70 сумов после роста, зафиксированного в предыдущие периоды. Коррекция также наблюдалась в бумагах **Универсалбанка (UNVB)**, которые потеряли 4,22% и закрылись на уровне 6 893 сумов, а также **Узпромстройбанка (SQBN)**, снизившихся на 2,78% до 10,50 сумов.

Среди промышленных эмитентов котировки **Кызылкумцемента (QZSM)** снизились на 2,86% до 770 сумов. Акции **Узметкомбината (UZMK)** продемонстрировали минимальное изменение, снизившись на 0,03% и завершив период на уровне 2 999 сумов.

### Ликвидные облигации, доступные на РФБ «Тошкент»

Тикер	Компания	Купонная доходность	Дата погашения	Дней до погашения
ACMT1B2	АО «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	28,0%	7/2026	224
ACMT1B3	АО «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	27,0%	11/2026	335
DMMT2B3	ООО «Delta mikromoliya tashkiloti»	28,0%	7/2027	586
UZUMN2B2	ИП ООО «MAKESENSE»	24,0%	10/2027	683

## Экономика

**ЦЭИР повысил прогноз роста экономики Узбекистана на 2025 год.** Центр экономических исследований и реформ ожидает увеличение ВВП Узбекистана на уровне 7,5% в 2025 году, улучшив прогноз на 0,8 п.п. по сравнению с июньской оценкой, на фоне расширения внутреннего спроса, роста экспорта и увеличения инвестиций. По оценке организации, экономика сохраняет высокую деловую активность: за девять месяцев рост составил 7,6%, внешнеторговый оборот увеличился почти на 25%, экспорт — на треть, приток инвестиций — на 15%, а объём денежных переводов — на 25%. В расчётах использовалась модель «ноукастинга», учитывающая оперативные макроиндикаторы и поведенческие факторы. Прогноз ЦЭИР находится в верхней части диапазона оценок международных финансовых институтов, включая МВФ, АБР и Всемирный банк.

**Центральный банк Узбекистана продолжает диверсификацию золотовалютных резервов.** В ноябре регулятор приобрёл казначейские облигации США более чем на \$500 млн, в результате чего объём ценных бумаг в составе международных резервов на 1 декабря достиг \$1,52 млрд, а их доля выросла с 1,72% до 2,49%. С начала года вложения в ценные бумаги увеличились в 15 раз. В Центробанке сообщили о планах дальнейшего расширения инвестиционного портфеля за счёт инструментов с фиксированной доходностью, включая суверенные облигации и бумаги наднациональных организаций с рейтингом не ниже «А», после завершения внедрения IT-систем для управления активами.

**Уровень долларизации в экономике Узбекистана продолжает снижаться.** По данным Центрального банка, к октябрю 2025 года естественный уровень долларизации снизился до 17,8% против 24,5% в начале 2020 года, а при расчёте на более длинном горизонте (три года) составил 19,3%. Снижение показателя связано со стабилизацией инфляции и ростом доверия к национальной валюте, что подтверждается фактической динамикой депозитов: доля валютных срочных вкладов юридических лиц сократилась с 48,2% до 20,5%, физических лиц — с 32,6% до 22,5%. При этом долларизация вкладов до востребования по-прежнему превышает 40%, а уровень долларизации срочных депозитов остаётся выше оценочного естественного уровня на 2–3,5 п.п.

**Центральный банк Узбекистана сохранил ключевую ставку на уровне 14%.** Правление ЦБ по итогам заседания 11 декабря приняло решение оставить основную ставку без изменений, отметив постепенное снижение инфляционного давления на фоне жёстких денежно-кредитных условий, стабилизации импортных цен и снижения инфляционных ожиданий населения. В ноябре годовая инфляция составила 7,5%, базовая — замедлилась до 6,3%, чему способствовали укрепление национальной валюты и ограничительная монетарная политика. С учётом текущей динамики регулятор снова пересмотрел прогноз по инфляции на конец 2025 года до 7,3%, ожидая её снижения до около 6,5% к концу 2026 года, при этом подтвердив намерение сохранять жёсткие условия до достижения целевого уровня инфляции в 5%.

## Корпоративные новости

**ЕБРР расширяет финансирование частного банковского сектора Узбекистана.** Европейский банк реконструкции и развития предоставил Hamkorbank и Ipak Yuli Bank кредитные линии общим объёмом до \$120 млн, направленные на поддержку микро-, малого и среднего бизнеса, а также развитие «зелёного» финансирования. Hamkorbank получил до \$70 млн в синтетической местной валюте для кредитования ММСП по всей стране, тогда как Ipak Yuli Bank привлёк до \$50 млн, из которых \$35 млн предназначены для поддержки предпринимательства, а \$15 млн — в рамках программы GEFF II Uzbekistan для финансирования энергоэффективных и климатически устойчивых проектов. Дополнительно ЕБРР предоставил АКБ «Универсалбанк» отдельную кредитную линию в объёме до \$5 млн, ориентированную на финансирование малого бизнеса и частного предпринимательства, с приоритетом региональных проектов и развитием женского предпринимательства.

**Суд признал компанию ООО Humans банкротом и начал процедуру ликвидации.** Ташкентский межрайонный экономический суд по заявлению Octobank признал ООО Humans банкротом и ввёл процедуру ликвидации без прекращения деятельности компании, установив долг перед банком в размере около 429 млрд сумов. Суд пришёл к выводу о постоянной неплатёжеспособности должника после неисполнения судебного решения о взыскании задолженности и с учётом отсутствия достаточных активов для покрытия обязательств. Ликвидационным управляющим назначен Абдоржон Мадрахимов, которому поручено провести анализ деятельности компании и завершить процедуру ликвидации до июля 2026 года. Решение принято на фоне ранее приостановленных операций, сообщений о задолженностях перед рядом кредиторов и продолжающихся разбирательств вокруг деятельности группы Humans.

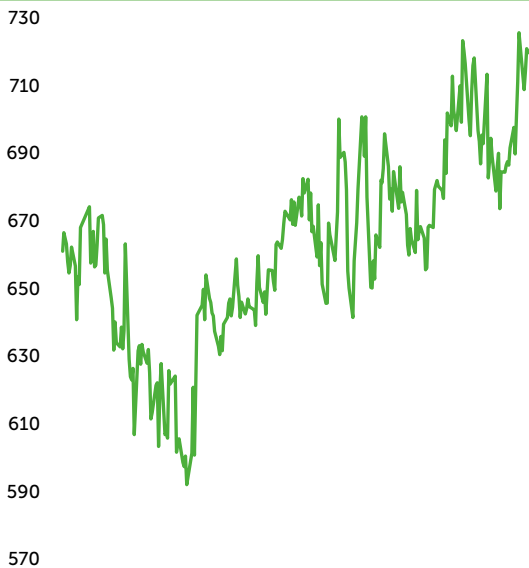
*Настоящий материал подготовлен аналитиками компании ИП ООО «Freedom Finance» (Узбекистан). Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной 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.*

## Korreksion pauza

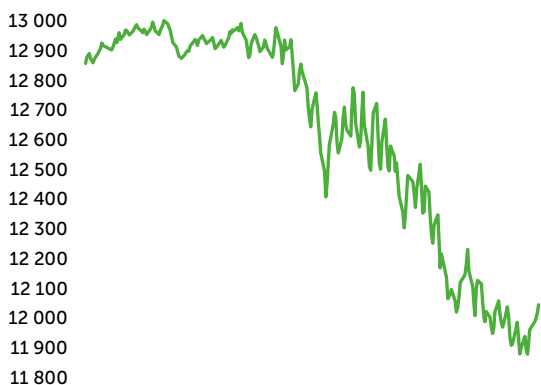
### QOG'OZLAR BO'YICHA STATISTIKA

Tiker	05.11.2025	12.12.2025	%	YTD	Hajm, mln so'm
TSMI Index	725,82	719,91	-0,81%	7,74%	1 461,7
URTS	5 549,00	5 850,00	5,42%	60,27%	391,5
UZTL	6 049,99	5 961,10	-1,47%	47,19%	42,0
HMKB	42,49	40,70	-4,21%	66,87%	785,7
UZMK	3 000,00	2 999,00	-0,03%	-30,26%	47,1
QZSM	792,70	770,00	-2,86%	-48,67%	13,4
SQBN	10,80	10,50	-2,78%	-12,50%	156,2
ALKB	0,41	0,42	2,44%	5,00%	2,6
CBSK	2,38	2,37	-0,42%	141,84%	22,7
UNVB	7 197,00	6 893,00	-4,22%	-22,55%	0,5

### TSMI DINAMIKA, 1-YILLIK



### USD/UZS DINAMIKA, 1-YILLIK



### FOND BOZORIDAGI MUHIM VOQEALAR

Hisobot davri yakunlariga ko'ra, **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** indeksi 0,81% ga pasayib, 719,91 punkt darajasida yakunlandi. Haftaning birinchi savdo kuni O'zbekiston Respublikasi Konstitutsiyasi kuni munosabati bilan dam olish kuniga to'g'ri keldi, bu bozor ishtirokchilarining umumiy faolligida o'z aksini topdi. Indeks komponentlari bo'yicha savdolarning umumiy hajmi 1,46 mlrd so'mni tashkil etdi, bu o'tgan davrga nisbatan 90,33% ga past.

Indeks komponentlari dinamikasi turli yo'nalishlarda bo'ldi. O'sish tomonida **Tovar-xom ashyo birjasi (URTS)** aksiyalari ajralib turdi, ular 5,42% ga o'sdi va davrni 5 850 so'm darajasida yakunladi. Shu bilan birga, 11-dekabr kuni savdolar chog'ida kotirovkalar 5 989 so'mgacha ko'tarildi - bu kompaniyani kapitalizatsiya qilish amalga oshirilgan 2024-yil noyabr oyidan beri eng yuqori ko'rsatkichdir. **Alokabank (ALKB)** qog'ozlarida ham ijobiy dinamika qayd etilib, 2,44% ga oshib, 0,42 so'mni tashkil etdi.

Hisobot davrida bank sektorida korreksion dinamika ustunlik qildi. **Hamkorbank (HMKB)** aksiyalari avvalgi davrlarda qayd etilgan o'sishdan so'ng 4,21% ga pasayib, 40,70 so'mni tashkil etdi. Universalbank (UNVB) ning 4,22% yo'qotib, 6 893 so'm darajasida yopilgan qog'ozlari, shuningdek, **O'zsanoatqurilishbank (SQBN)** ning 2,78% ga pasayib, 10,50 so'mni tashkil etgan qog'ozlarida ham tuzatish kuzatildi.

Sanoat emitentlari orasida **Qizilqumsement (QZSM)** kotirovkalari 2,86% ga pasayib, 770 so'mni tashkil etdi. **O'zmetkombinat (UZMK)** aksiyalari minimal o'zgarishni ko'rsatib, 0,03% ga pasaydi va davrni 2 999 so'm darajasida yakunladi.

### "TOSHKENT" RFBDA MAVJUD LIKVID OBLIGATSIYALAR

Tiker	Jamiyat	Yillik daromad	So'ndirish sanasi	So'ndirish kunigacha
ACMT1B2	«Agat Credit mikromoliya tashkiloti» AJ	28,0%	7/2026	224
ACMT1B3	AO «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	27,0%	11/2026	335
DMMT2B	«Delta mikromoliya tashkiloti» MChj	28,0%	3/2027	586
UZUMN2B	«MAKESENSE» MChj XK	25,0%	2/2027	683

**IQTISODIYOT****Iqtisodiy tadqiqotlar va islohotlar markazi O'zbekiston iqtisodiyotining 2025-yilga mo'ljallangan o'sish prognozini oshirdi.**

Iqtisodiy tadqiqotlar va islohotlar markazi ichki talabning kengayishi, eksportning o'sishi va investitsiyalarning ko'payishi fonida O'zbekiston yalpi ichki mahsuloti 2025-yilda 7,5% ga o'sishi va iyun oyidagi prognozga nisbatan 0,8% punktga yaxshilanishini kutmoqda. Tashkilotning baholashicha, iqtisodiyot yuqori ishbilarmonlik faolligini saqlab qolmoqda: to'qqiz oyda o'sish 7,6% ni tashkil etdi, tashqi savdo aylanmasi qariyb 25% ga, eksport uchdan birga, investitsiyalar oqimi 15% ga, pul o'tkazmalari hajmi esa 25% ga oshdi. Hisob-kitoblarda operativ makroko'rsatkichlar va xulq-atvor omillarini hisobga oluvchi "nou kasting" modelidan foydalanildi. Iqtisodiy tadqiqotlar va islohotlar markazi prognozi xalqaro moliya institutlari, jumladan, XVJ, OTB va Jahon bankining baholash diapazonining yuqori qismida joylashgan.

**O'zbekiston Markaziy banki oltin-valyuta zaxiralarini diversifikatsiya qilishni davom ettirmoqda.**

Noyabr oyida regulyator 500 million dollardan ortiq AQSH g'aznachilik obligatsiyalarini sotib oldi, natijada xalqaro zaxiralar tarkibidagi qimmatli qog'ozlar hajmi 1-dekabr holatiga ko'ra 1,52 milliard dollarga yetdi, ularning ulushi esa 1,72% dan 2,49% gacha oshdi. Yil boshidan buyon qimmatli qog'ozlarga qo'yilmalar 15 barobar oshdi. Markaziy bank aktivlarni boshqarishning IT-tizimlarini joriy etish yakunlanganidan so'ng investitsiya portfelini qat'iy belgilangan daromadli instrumentlar, shu jumladan suveren obligatsiyalar va "A" darajadan past bo'lmagan reytingga ega bo'lgan transmilliy tashkilotlarning qog'ozlari hisobiga yanada kengaytirish rejaralarini ma'lum qildi.

**O'zbekiston iqtisodiyotida dollarlashuv darajasi pasayishda davom etmoqda.**

Markaziy bank ma'lumotlariga ko'ra, 2025-yil oktyabr oyiga kelib, dollarlashuvning tabiiy darajasi 2020-yil

boshidagi 24,55% dan 17,8% gacha pasaydi va uzoqroq muddatga (uch yil) hisoblanganda 19,3% ni tashkil etdi. Ko'rsatkichning pasayishi inflyatsiyaning barqarorlashuvi va milliy valyutaga bo'lgan ishonchning oshishi bilan bog'liq bo'lib, bu depozitlarning haqiqiy dinamikasi bilan tasdiqlanadi: yuridik shaxslarning xorijiy valyutadagi muddatli omonatlari ulushi 48,2% dan 20,5% ga, jismoniy shaxslarning xorijiy valyutadagi muddatli omonatlari ulushi 32,6% dan 22,5% ga kamaydi. Pri etom dollarizatsiya vkladov do vostrebovaniya po-prejnemu previshayet 40%, a uroven dollarizatsii srochnix depozitov ostayetsya vishe otsenochного naturalnogo urovnya na 2-3,5 p.p.

**O'zbekiston Markaziy banki asosiy stavkani 14% darajasida saqlab qoldi.**

Markaziy bank Boshqaruvi 11 dekabr kuni bo'lib o'tgan yig'ilish yakunlari bo'yicha qat'iy pul-kredit sharoitlari, import narxlarining barqarorlashuvi va aholining inflyatsion kutilmalarining pasayishi fonida inflyatsion bosimning bosqichma-bosqich pasayib borayotganini ta'kidlab, asosiy stavkani o'zgarishsiz qoldirish to'g'risida qaror qabul qildi. Noyabr oyida yillik inflyatsiya 7,5% ni tashkil etdi, bazaviy inflyatsiya 6,3% gacha sekinlashdi, bunga milliy valyutaning mustahkamlanishi va cheklovchi monetar siyosat yordam berdi. Joriy dinamikani hisobga olgan holda regulyator 2025-yil oxiriga inflyatsiya prognozini 7,3% gacha qayta ko'rib chiqdi va 2026-yil oxiriga kelib uning 6,5% atrofida pasayishini kutmoqda, shu bilan birga inflyatsiyaning 5% lik maqsadli darajasiga erishilgunga qadar qat'iy shartlarni saqlab qolish niyatini tasdiqladi.

**KORPORATIV YANGILIKLAR****YeTTB O'zbekistonda xususiy bank sektorini moliyalashtirishni kengaytirmoqda.**

Yevropa tiklanish va taraqqiyot banki "Hamkorbank" va "Ipak Yo'li" bankiga mikro, kichik va o'rta biznesni qo'llab-quvvatlash, shuningdek, "yashil" moliyalashtirishni rivojlantirishga qaratilgan umumiy qiymati 120 million dollargacha bo'lgan kredit liniyalarini taqdim etdi. "Hamkorbank" butun mamlakat bo'ylab qishloq xo'jaligi korxonalarini kreditlash uchun sintetik mahalliy valyutada 70 million dollargacha mablag' oldi, "Ipak Yo'li" banki esa 50 million dollargacha mablag' jalb qildi, shundan 35 million dollari tadbirkorlikni qo'llab-quvvatlash uchun, 15 million dollari esa GEFF II Uzbekistan dasturi doirasida energiya tejankor va iqlimga chidamli loyihalarni moliyalashtirish uchun ajratilgan. Bundan tashqari, YTTB "Universalbank" ATBga mintaqaviy loyihalar va ayollar tadbirkorligini rivojlantirishga ustuvorlik bergan holda kichik biznes va xususiy tadbirkorlikni moliyalashtirishga yo'naltirilgan 5 million dollargacha bo'lgan alohida kredit liniyasini taqdim etdi.

**Sud Humans MCHJni bankrot deb topdi va tugatish jarayonini boshladi.**

Toshkent tumanlararo iqtisodiy sudi Octobank arizasiga ko'ra, Humans MCHJni bankrot deb topdi va kompaniyani faoliyatini to'xtatmasdan tugatish tartibini joriy etib, bank oldidagi qariyb 429 milliard so'm qarzdorlikni belgiladi. Sud qarzni undirish to'g'risidagi sud qarori ijro etilmaganligi va majburiyatlarni qoplash uchun yetarli aktivlar yo'qligini hisobga olgan holda qarzdorning doimiy to'lovga qobiliyatsizligi to'g'risida xulosaga keldi. Tugatish boshqaruvchisi etib Abrorjon Madrahimov tayinlandi, unga kompaniya faoliyatini tahlil qilish va 2026-yil iyuliga qadar tugatish jarayonini yakunlash topshirildi. Qaror ilgari to'xtatilgan operatsiyalar, bir qator kreditorlar oldidagi qarzdorlik haqidagi xabarlar va Humans guruhi faoliyati atrofida davom etayotgan muhokamalar fonida qabul qilindi.

*Ushbu material "Freedom Finance" MCHJ XK (O'zbekiston) kompaniyasi tahlilchilari tomonidan tayyorlangan. Har bir tahlilchi ushbu hisobotda biron bir qimmatli qog'oz yoki emitentga nisbatan keltirilgan barcha pozitsiyalar ushbu tahlilchining tahlil qilinayotgan har qanday emitent/qimmatli qog'ozga nisbatan shaxsiy qarashlarini aniq aks ettirishini tasdiqlaydi. Ushbu hisobotda keltirilgan har qanday tavsiyalar yoki fikrlar ushbu hisobot e'lon qilish paytidagi fikr-mulohazalardir. Ushbu hisobot Kompaniyadan mustaqil ravishda tayyorlangan va ushbu hisobotda keltirilgan har qanday tavsiyalar va fikrlar faqat tahlilchining nuqtai nazarini aks ettiradi. Bayon etilgan faktlarning aniqligini, taqdim etilgan tavsiyalar va fikr-mulohazalarning haqqoniyligi va to'g'riligini ta'minlash uchun ehtiyotkorlikka rioya qilingan bo'lsa-da, tahlilchilarning hech biri, Kompaniya, uning direktorlari va xodimlari ushbu hisobot mazmunining haqiqiylikini aniqlamaganlar va shunga ko'ra, tahlilchilarning hech biri, Kompaniya, uning direktorlari va xodimlari ushbu hisobot mazmuni uchun javobgar bo'lmaydilar, shu sababli ushbu hisobotda taqdim etilgan ma'lumotlarni aniq, adolatli yoki to'liq deb hisoblash mumkin emas. Hech qanday shaxs ushbu hisobotdan yoki uning mazmunidan har qanday foydalanish natijasida kelib chiqadigan yoki ushbu hisobot bilan bog'liq holda yuzaga keladigan har qanday yo'qotish uchun javobgar bo'lmaydi. Har bir tahlilchi va (yoki) u bilan bog'liq shaxslar ushbu hisobotda mavjud bo'lgan ma'lumotlarga, shuningdek, ushbu hisobotni tayyorlash uchun asos bo'lgan tahliliy ish natijalariga nisbatan ular chop etilishidan oldin harakatlarni amalga oshirish yoki ulardan foydalanishlari mumkin. Ushbu hujjatda keltirilgan ma'lumotlar kompaniyaning qimmatli qog'ozlariga nisbatan har qanday oluvchi yoki boshqa shaxs tomonidan investitsiya qarorlarini qabul qilish uchun asos bo'la olmaydi. Ushbu hisobot O'zbekiston Respublikasining qiymatni baholash faoliyati sohasidagi qonun hujjatlari bilan nazarda tutilgan maqsadlarda Kompaniya, uning aktivlari yoki qimmatli qog'ozlari qiymatining bahosi bo'lib hisoblanmaydi.*