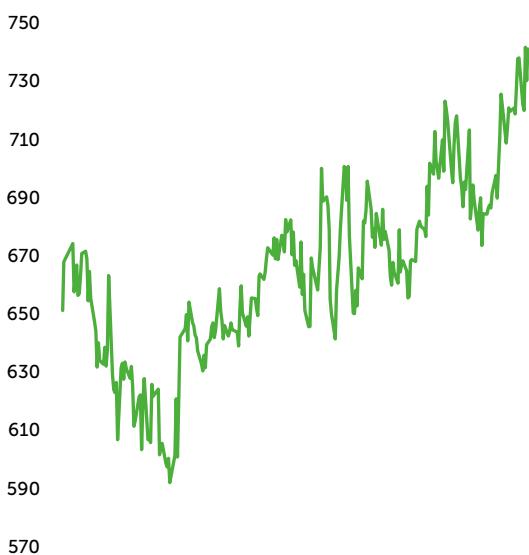


Баланс импульсов

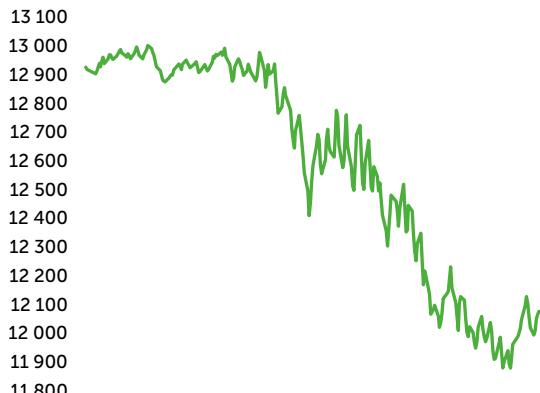
Статистика по бумагам в покрытии

Тикер	19.12.2025	26.12.2025	изм. %	YTD	Объём, млн сум
TSMI Index	738,26	741,33	0,42%	10,95%	3 129,9
URTS	7 100,00	6 200,00	-12,68%	69,86%	1 016,2
UZTL	5 779,00	5 950,00	2,96%	46,91%	34,4
HMKB	40,90	42,97	5,06%	76,18%	1 171,7
UZMK	2 800,00	2 997,00	7,04%	-30,30%	73,5
QZSM	771,60	750,00	-2,80%	-50,00%	18,1
SQBN	10,40	10,80	3,85%	-10,00%	745,0
ALKB	0,42	0,43	2,38%	7,50%	2,0
CBSK	2,38	2,39	0,42%	143,88%	68,6
UNVB	6 610,00	6 980,00	5,60%	-21,57%	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)** продемонстрировал умеренную положительную динамику и завершил неделю на уровне 741,33 пункта, что на 0,42% выше значения закрытия предыдущего периода. Торговая активность по компонентам индекса сохранилась на повышенном уровне: объем сделок составил 3,1 млрд сумов, превысив показатель прошлой недели на 4,36%.

На уровне отдельных эмитентов динамика была смешанной. Наибольший положительный вклад в рост индекса обеспечили акции **Узметкомбината (UZMK)**, котировки которых прибавили 7,04% и закрылись на уровне 2 997 сумов. Несмотря на то, что по итогам года бумаги UZMK все еще остаются в отрицательной зоне, недельная динамика указывает на формирование локального разворотного движения на фоне стабилизации цен после продолжительного периода снижения.

Существенную поддержку индексу также оказали акции **Хамкорбанка (HMKB)**, показавшие рост на 5,06% при одном из крупнейших оборотов на рынке – 1,2 трлн сумов. Позитивную динамику продемонстрировали и бумаги **Universalbank (UNVB)**, прибавившие 5,60% и достигшие уровня 6 980 сумов, частично компенсировав снижение, зафиксированное в предыдущие недели.

Сдерживающим фактором для индекса стала негативная динамика акций **Товарно-сырьевой биржи (URTS)**, которые по итогам периода снизились на 12,68% и закрылись на уровне 6 200 сумов. Коррекция проходила на фоне высокого объема торгов и, вероятно, была связана с фиксацией прибыли после продолжительного роста котировок в предыдущих периодах.

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	210
ACMT1B3	АО «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	27,0%	11/2026	321
DMMT2B3	ООО «Delta mikromoliya tashkiloti»	28,0%	7/2027	572
UZUMN2B2	ИП ООО «MAKESENSE»	24,0%	10/2027	669

Экономика

Реформа рынка капитала и регуляторные инициативы. Президент Шавкат Мирзиёев поручил в ближайшие сроки принять новый закон «О рынке капитала», разработанный совместно с международными финансовыми организациями. Документ направлен на расширение доступа экономики к долгосрочным финансовым ресурсам и интеграцию глобальных депозитарных институтов. Ключевые положения реформ предусматривают выпуск выпусков корпоративных облигаций в иностранной валюте на внутреннем рынке, возможность размещения акций узбекских компаний на международных площадках с 2026 года и внедрение механизма двойного листинга в соответствии с международными стандартами. Параллельно планируется развитие новых инструментов — валютных облигаций, глобальных депозитарных расписок, ETF и допуска к торгу иностранными ценными бумагами. В развитие инициатив 18 декабря 2025 года был принят Указ Президента №254, направленный на улучшение инвестиционной среды на рынке капитала. Документом предусмотрено привлечение около \$1 млрд инвестиций до 2030 года и стимулирование выпуска корпоративных облигаций, при этом «регуляторная песочница» становится бессрочной, а требования к уставному капиталу профучастников будут поэтапно повышаться.

Макроэкономические ориентиры: рост ВВП и снижение инфляции. По словам президента, в 2025 году ВВП Узбекистана впервые превысил \$145 млрд; экспорт вырос на 23% — до \$33,4 млрд, а золотовалютные резервы превысили \$60 млрд. Объем иностранных инвестиций достиг \$43,1 млрд (около 32% ВВП), формируя базу для ускорения экономического роста в среднесрочной перспективе. На 2026 год обозначен целевой ориентир по инфляции на уровне 6–6,5% годовых. Для стабилизации цен на продовольствие предусматривается внедрение системы постоянных интервенций, расширение ресурсной базы региональных продовольственных фондов на 500 млрд сумов и развитие сети малых холодильных складов в сельхозмахаллях, что должно поддержать покупательную способность и снизить ценовые риски на фоне роста спроса.

Госбюджет-2026: фискальная дисциплина и заимствования. Подписанный Президентом закон о государственном бюджете на 2026 год предполагает рост ВВП до 2,25 квадриллионов сумов при прогнозируемом реальном росте экономики на уровне 6,6% и снижении инфляции до 7% годовых. Доходы консолидированного бюджета запланированы на уровне 515,8 трлн сумов при расходах 567,7 трлн сумов, а предельный дефицит установлен на уровне 3% ВВП. Максимальный объем новых внешних заимствований определен в размере \$5 млрд (поровну — на финансирование бюджета и инвестпроекты). Лимит выпуска гособлигаций сохранен на уровне 30 трлн сумов; корректируются пропорции распределения налоговых поступлений между центром и регионами, а также вводится механизм секвестра расходов при недовыполнении доходов и усиление контроля за эффективностью бюджетных программ.

Корпоративные новости

АО Uztransgaz привлекает \$300 млн без госгарантий. АО Uztransgaz одобрил привлечение кредита в размере \$300 млн от Abu Dhabi Commercial Bank PJSC (ADCB). Сделка заключена на срок 18 месяцев с возможностью пролонгации еще на полгода и оформлена без государственной гарантии. Финансирование предоставляется по плавающей процентной ставке, состоящей из фиксированной части 3,1% и индикатора SOFR (в настоящее время около 3,66% годовых), с дополнительной комиссией в размере 1,35%. Кредитная линия структурируется как крупная корпоративная сделка и рассматривается как шаг к диверсификации внешних источников заимствований компании, включая взаимодействие с международными финансовыми институтами и коммерческими банками. Если нужно, могу дополнить блоком об итоговом уровне совокупной стоимости заимствования или влиянии привлеченных средств на долговую нагрузку.

UzNIF готовит IPO с двойным листингом в 2026 году. Национальный инвестиционный фонд Узбекистана (UzNIF) готовится к первичному размещению акций в первой половине 2026 года с двойным листингом — на Ташкентской и Лондонской фондовых биржах. Как сообщил Мариус Дан, CEO Templeton Global Investments по Центральной Азии, Franklin Templeton уже назначила консультантов и андеррайтеров по сделке и ведет подготовку инфраструктуры листинга, включая выпуск глобальных депозитарных расписок (GDR) для размещения на международной площадке. Подготовка к IPO сопровождается трансформацией портфельных компаний и усилением корпоративного управления, что должно повысить инвестиционную привлекательность фонда перед размещением.

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.

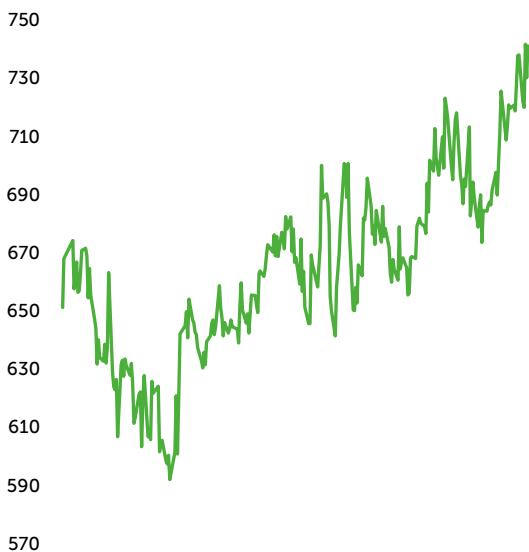


Impulslar muvozanati

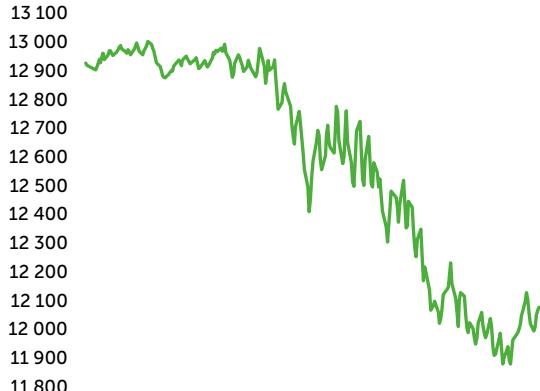
QOG'OZLAR BO'YICHA STATISTIKA

Tiker	19.12.2025	26.12.2025	%	YTD	Hajm, mln so'm
TSMI Index	738,26	741,33	0,42%	10,95%	3 129,9
URTS	7 100,00	6 200,00	-12,68%	69,86%	1 016,2
UZTL	5 779,00	5 950,00	2,96%	46,91%	34,4
HMKB	40,90	42,97	5,06%	76,18%	1 171,7
UZMK	2 800,00	2 997,00	7,04%	-30,30%	73,5
QZSM	771,60	750,00	-2,80%	-50,00%	18,1
SQBN	10,40	10,80	3,85%	-10,00%	745,0
ALKB	0,42	0,43	2,38%	7,50%	2,0
CBSK	2,38	2,39	0,42%	143,88%	68,6
UNVB	6 610,00	6 980,00	5,60%	-21,57%	0,5

TSMI DINAMIKASI, 1-YILLIK



USD/UZS DINAMIKASI, 1-YILLIK



FOND BOZORIDAGI MUHIM VOQEALAR

Hisobot davri yakunlariga ko'ra, **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** indeksi o'rtacha ijobiy dinamikani ko'rsatdi va haftani 741,33 punkt darajasida yakunladi, bu o'tgan davrning yopilish qiymatidan 0,42% ga yuqori. Indeks komponentlari bo'yicha savdo faolligi yuqori darajada saqlanib qoldi: bitimlar hajmi 3,1 mlrd so'mni tashkil etib, o'tgan haftadagi ko'rsatkichdan 4,36% ga oshdi.

Alovida emitentlar darajasida dinamika aralash edi. Indeks o'sishiga eng katta ijobiy hissa **O'zmetkombinat (UZMK)** aksiyalari hissasiga to'g'ri kelib, ularning kotirovkalari 7,04% ga oshdi va 2 997 so'm darajasida yopildi. Yil yakunlari bo'yicha UZMK qog'ozlari hali ham salbiy zonada qolganiga qaramay, haftalik dinamika uzoq pasayish davridan keyin narxlarning barqarorlashuvi fonida mahalliy aylanma harakat shakllanganligini ko'rsatmoqda.

Shuningdek, bozordagi eng yirik aylanmalardan biri - 1,2 trln so'm bilan 5,06% ga o'sgan **Hamkorbank (HMKB)** aksiyalari ham indeksni sezilarli darajada qo'llab-quvvatladi. **Universalbank (UNVB)** qog'ozlari ham ijobiy dinamikani ko'rsatdi, ular 5,60% ga oshib, 6 980 so'm darajasiga yetdi va o'tgan haftalarda qayd etilgan pasayishni qisman qopladi.

Tovar-xom ashyo birjasi (URTS) aksiyalarining salbiy dinamikasi indeksni ushlab turuvchi omil bo'lib, davr yakunlari bo'yicha 12,68% ga pasayib, 6 200 so'm darajasida yopildi. Tuzatish yuqori savdo hajmi fonida amalga oshirildi va, ehtimol, oldingi davrlarda kotirovkalarning uzoq muddatli o'sishidan keyin foydani qayd etish bilan bog'liq edi.

"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	210
ACMT1B3	AO «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	27,0%	11/2026	321
DMMT2B	«Delta mikromoliya tashkiloti» MChj	28,0%	3/2027	572
UZUMN2B	«MAKESENSE» MChj XK	25,0%	2/2027	669

IQTISODIYOT

Kapital bozori islohoti va tartibga solish tashabbuslari. Prezident Shavkat Mirziyoyev xalqaro moliya tashkilotlari bilan hamkorlikda ishlab chiqilgan "Kapital bozori to'g'risida"gi yangi qonunni tez fursatda qabul qilish bo'yicha topshiriq berdi. Hujjat iqtisodiyotning uzoq muddatli moliyaviy resurslardan foydalanan imkoniyatlarini kengaytirish va global depozitar institutlar integratsiyasini ta'minlashga qaratilgan. Islohotlarning asosiy qoidalari ichki bozorda xorijiy valyutada korporativ obligatsiyalar chiqarishga ruxsat berish, 2026-yildan boshlab O'zbekiston kompaniyalari aksiyalarini xalqaro maydonlarda joylashtirish imkoniyati va xalqaro standartlarga muvofiq ikki tomonlama listing mexanizmini joriy etishni nazarda tutadi. Parallel ravishda yangi vositalar - valyuta obligatsiyalari, global depozitar tilxatlar, ETF va xorijiy qimmatli qog'ozlar savdosiga ruxsat berishni rivojlantirish rejalashtirilmoqda. Tashabbuslarni rivojlantirish maqsadida 2025-yil 18-dekabrda kapital bozorida investitsiya muhitini yaxshilashga qaratilgan 254-sonli Prezident qarori qabul qilindi. Hujjat 2030-yilgacha qariyb 1 milliard dollarlik investitsiyalarni jalb qilish va korporativ obligatsiyalar chiqarishni rag'batlantrishni nazarda tutadi, bunda "tartibga solish qumdoni" muddatsiz bo'lib, kasaba uyushmalari a'zolarining ustav kapitaliga qo'yiladigan talablar bosqichma-bosqich oshiriladi.

Makroiqtisodiy mo'ljallar: YalMning o'sishi va inflyatsiyaning pasayishi. Prezidentning so'zlariga ko'ra, 2025-yilda O'zbekiston yalpi ichki mahsuloti birinchi marta 145 milliard dollardan oshdi; eksport 23% ga o'sib, 33,4 milliard dollarga yetdi, oltin-valyuta zaxiralari esa 60 milliard dollardan oshdi.

Xorijiy investitsiyalar hajmi 43,1 milliard dollarga (YAIMning qariyb 32%) yetib, o'rta muddatli istiqbolda iqtisodiy o'sishni jadallashtirish uchun asos yaratdi. 2026-yil uchun inflyatsiya bo'yicha yillik 6-6,5% lik maqsadli ko'rsatkich belgilangan. Oziq-ovqat narxlarini barqarorlashtirish uchun doimiy intervensiya tizimini joriy etish, hududiy oziq-ovqat jamg'armalarining resurs bazasini 500 mldr so'mga kengaytirish va qishloq xo'jaligi mahallalarida kichiksovutgichli omborxonalar tarmog'ini rivojlantirish ko'zda tutilgan bo'lib, bu talabning o'sishi fonida xarid qobiliyatini qo'llab-quvvatlash va narx xatarlarini kamaytirishi kerak.

Davlat byudjeti-2026: fiskal intizom va qarz olish. Prezident tomonidan imzolangan 2026 yilgi davlat budgeti to'g'risidagi qonun iqtisodiyotning real o'sishi 6,6% darajasida prognoz qilinayotgan va inflyatsiya yillik 7% gacha pasaygan sharoitda yalpi ichki mahsulotning 2,25 kvadrillion so'mgacha o'sishini nazarda tutadi. Konsolidatsiyalashgan byudjet daromadlari 515,8 trln so'm, xarajatlari esa 567,7 trln so'm miqdorida rejalashtirilgan bo'lib, chegaraviy taqchillik YAIMning 3% darajasida belgilangan. Yangi tashqi qarzlarning maksimal hajmi \$5 mldr miqdorida belgilandi (teng miqdorda - byudjetni moliyalashtirish va investitsiya loyihalari uchun). Davlat obligatsiyalarini chiqarish limiti 30 trln so'm darajasida saqlab qolindi; soliq tushumlarini markaz va hududlar o'rtasida taqsimlash mutanosibligiga tuzatish kiritilmoqda, shuningdek, daromadlar to'liq bajarilmaganda xarajatlar sekvestri mexanizmi joriy etilmoqda va byudjet dasturlari samaradorligi ustidan nazorat kuchaytirilmoqda.

KORPORATIV YANGILIKLAR

"O'ztransgaz" AJ davlat kafolatisiz 300 mln dollar jalb qilmoqda. "O'ztransgaz" AJ Abu Dhabi Commercial Bank PJSC (ADCB) dan 300 mln dollar miqdorida kredit jalb qilishni ma'qulladi. Bitim yana yarim yilga uzaytirish imkoniyati bilan 18 oy muddatga tuzilgan va davlat kafolatisiz rasmiylashtirilgan. Moliyalashtirish qat'iy belgilangan 3,1% va SOFR ko'rsatkichidan (hozirda yillik 3,66% atrofida) iborat o'zgaruvchan foiz stavkasi bo'yicha taqdim etiladi, qo'shimcha komissiya 1,35% ni tashkil etadi. Kredit liniyasi yirik korporativ bitim sifatida tuzilgan bo'lib, kompaniyaning tashqi qarz manbalarini diversifikatsiya qilish, shu jumladan xalqaro moliya institutlari va tijorat banklari bilan hamkorlik qilish bosqichi sifatida qaraladi. Agar kerak bo'lsa, qarz olishning umumiyligi qiyomatining yakuniy darajasi yoki jalb qilingan mablag'larning qarz yukiga ta'siri haqidagi blok bilan to'ldirishim mumkin.

UzNIF 2026-yilning birinchi yarmida ikki tomonlama listing bilan IPO o'tkazishni rejalashtirilmoqda. O'zbekiston Milliy investitsiya fondi (O'zMIF) 2026-yilning birinchi yarmida aksiyalarni ikki tomonlama listing bilan - Toshkent va London fond birjalarida birlamchi joylashtirishga tayyorlanmoqda. "Templeton Global Investments" kompaniyasining Markaziy Osiyo bo'yicha bosh direktori Marius Dan ma'lum qilishicha, Franklin Templeton allaqachon bitim bo'yicha maslahatchilar va anderrayerlarni tayinlagan va listing infratuzilmasini tayyorlash, jumladan, xalqaro maydonda joylashtirish uchun global depozitar tilxatlar (GDR) chiqarishni amalga oshirmoqda. IPOga tayyorgarlik portfel kompaniyalarini o'zgartirish va korporativ boshqaruvni kuchaytirish bilan birga olib boriladi, bu esa fondni joylashtirishdan oldin uning investitsiyaviy jozibadorligini oshirishi kerak.

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 ettridi. Bayon etilgan faktlarning aniqligini, taqdim etilgan tavsiyalar va fikr-mulohazalarning haqqoniyligi va to'g'riliгини та'minlash uchun ehtiyyotkorlikka rioxalarning bo'lsa-da, tahlilchilarining hech biri, Kompaniya, uning direktorlari va xodimlari ushbu hisobot mazmunining haqiqiyligini aniqlamaganlar va shunga ko'ra, tahlilchilarining 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 qiyomatni baholash faoliyati sohasidagi qonun hujjatlari bilan nazarda tutilgan maqsadlarda Kompaniya, uning aktivlari yoki qimmatli qog'ozlari qiyomatining bahosi bo'lib hisoblanmaydi.