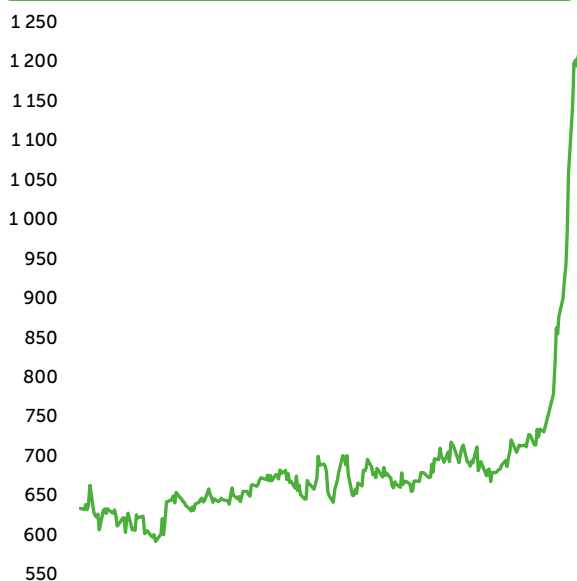


Диспропорциональный рост

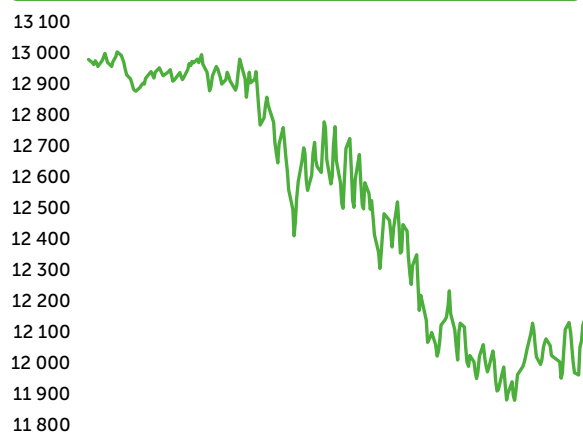
Статистика по бумагам в покритии

Тикер	16.01.2026	23.01.2026	изм. %	YTD	Объём, млн сум
TSMI Index	1 058,24	1 207,47	14,10%	62,88%	5 549,2
URTS	7 150,00	7 100,00	-0,70%	13,60%	1 025,6
UZTL	6 199,00	6 500,00	4,86%	11,57%	2 870,1
HMKB	56,99	57,44	0,79%	33,58%	824,2
UZMK	3 050,00	3 597,00	17,93%	19,90%	309,2
QZSM	829,99	859,99	3,61%	13,16%	65,6
SQBN	27,01	34,71	28,51%	216,41%	188,6
ALKB	0,63	0,79	25,40%	79,55%	138,2
BIOK	15 852,00	15 700,00	-0,96%	0,96%	2,3
UZHМ	4 273,99	3 999,00	-6,43%	-0,02%	1,1
CBSK	3,09	3,18	2,91%	22,31%	119,3
UNVB	7 909,00	8 000,00	1,15%	16,28%	5,0

Динамика TSMI, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Ключевые события на фондовом рынке

По итогам отчетной недели **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** продемонстрировал уверенный рост, увеличившись на 14,10% и достигнув уровня 1 207,47 пункта, продолжая обновлять исторические максимумы. Совокупный объем торгов акциями, входящими в состав индекса, составил 5,55 млрд сум, что на 117,55% превышает показатель предыдущего отчетного периода. Положительную динамику по итогам периода показали 6 из 9 компонентов индекса. В то же время торги обыкновенными акциями SQBN и IPTB на РФБ «Тошкент» были временно приостановлены с 21 января 2026 года.

Основной вклад в рост индекса обеспечили акции, продемонстрировавшие двузначные темпы роста за отчетный период. Несмотря на временную приостановку торгов на бирже с целью проведения детального анализа рыночной ситуации и факторов, повлиявших на резкий рост котировок, существенное положительное влияние на динамику TSMI оказали бумаги **Узпромстройбанка (SQBN)**. За первые торговые дни недели акции прибавили 28,51%, достигнув уровня 34,71 сум, при этом доходность бумаги с начала года составила 216,41%.

Следующим значимым драйвером роста индекса стали акции **Алокабанка (ALKB)**. В отчетном периоде котировки бумаги выросли на 25,40%, достигнув уровня 0,79 сум. При этом торговая активность по данным акциям существенно возросла — объемы торгов заметно превысили исторические средние значения, что ранее для данной бумаги было нехарактерно.

Акции **Узметкомбината (UZMK)** в отчетном периоде продемонстрировали начало восстановления после продолжительной коррекции, наблюдавшейся на протяжении всего прошлого года, на фоне стабилизации бизнеса эмитента, в том числе в части долговой нагрузки. Рост котировок на 17,93% отражает улучшение рыночных ожиданий и возобновление интереса со стороны инвесторов, указывая на постепенный выход бумаги из затяжной фазы снижения и формирование восстановительного тренда.

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	181
ACMT1B3	АО «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	27,0%	11/2026	292
DMMT2B3	ООО «Delta mikromoliya tashkiloti»	28,0%	7/2027	543
UZUMN2B2	ИП ООО «MAKESENSE»	24,0%	10/2027	640

Экономика

Экспорт золота Узбекистана в 2025 году достиг рекордных \$9,9 млрд, увеличившись на 32,3% г/г, что стало максимальным значением за всю историю наблюдений. Золото обеспечило 29,2% общего экспорта и 37,8% товарного экспорта, превзойдя предыдущий рекорд 2023 года (\$8,15 млрд). На фоне высокой экспортной выручки золотовалютные резервы страны выросли до исторического максимума — \$66,31 млрд, при этом стоимость золотого запаса достигла \$55,09 млрд за счет увеличения физического объема. По данным World Gold Council, Центральный банк Узбекистана в ноябре 2025 года вошел в тройку крупнейших мировых покупателей золота, приобретя 10 тонн.

ВВП Узбекистана в 2025 году вырос на 7,7%, ускорившись по сравнению с 2024 годом (6,7%), следует из данных Национальный комитет по статистике. В текущих ценах объем валового внутреннего продукта составил 1,85 квадриллиона сумов, а в долларовом выражении — около \$147 млрд. Основной вклад в экономический рост обеспечили сфера услуг (+8,5%) и промышленность (+6,8%), совокупно добавившие 5,6 п.п. к темпам роста ВВП. Инвестиции в основной капитал увеличились на 10,5%, достигнув 591,1 трлн сумов, при этом ключевым источником финансирования оставались прямые иностранные инвестиции и кредиты (65,9%). ВВП на душу населения вырос до 48,37 млн сумов (\$3 845), что отражает сохранение устойчивой макроэкономической динамики на фоне активного инвестиционного притока и расширения сектора услуг.

Национальное агентство перспективных проектов (НАПП) утвердило требования к инвестиционным платформам, работающим в рамках регуляторной «песочницы», предназначенной для тестирования альтернативных инвестиционных механизмов. Специальный правовой режим будет действовать до 1 октября 2026 года. Согласно документу, оператором платформы может быть только резидент Узбекистана, при этом серверы и обработка данных должны находиться на территории страны, а информация о сделках и участниках — храниться не менее 5 лет. Платформы обязаны соблюдать требования по защите персональных данных и законодательства в сфере AML/CFT. Также установлены квалификационные требования к ключевому менеджменту, порядок подачи заявок и отчетности: НАПП рассматривает заявку в течение 20 рабочих дней, а участники «песочницы» обязаны ежемесячно отчитываться о деятельности. Инвестплатформы позволят привлекать средства физических и юридических лиц, включая нерезидентов, при этом инвестиции могут направляться исключительно в проекты на территории Узбекистана с оформлением электронных инвестсоглашений.

BlackRock рассматривает возможность инвестиций в узбекистанские компании, а также участие в реализации ключевых проектов в стране. Соответствующие вопросы обсуждались в ходе встречи президента Шавкат Мирзиёев с членом совета директоров корпорации Адебайо Огунлеси на полях Всемирного экономического форума в Давосе. Стороны уделили особое внимание механизмам совместного финансирования, возможному приобретению долей в узбекистанских предприятиях, а также привлечению международной экспертизы BlackRock для повышения эффективности деловой и инвестиционной среды. Дополнительно обсуждались планы по созданию совместного инвестиционного фонда, концепция которого ранее рассматривалась в ходе переговоров в Нью-Йорке в сентябре 2025 года, с фокусом на инфраструктурные проекты в энергетике, транспорте и водном хозяйстве.

Корпоративные новости

РФБ «Тошкент» приостановила торги акциями трех эмитентов на фоне аномального роста котировок. Правление Республиканская фондовая биржа «Тошкент» приняло решение о временной приостановке торгов простыми акциями Узпаравтотранс (с 22 января), а также Ипотека-банк и Узпромстройбанк (с 21 января) в связи с резким ростом цен за предыдущие десять торговых дней. С 8 по 21 января акции «Узпаравтотранс» подорожали на 187,95%. Бумаги «Ипотека-банка» с 6 по 19 января выросли на 132,38% (до 2,40 сум), тогда как акции «Узпромстройбанка» за тот же период прибавили 146,28% (до 34,71 сум). Биржа сообщила о начале всестороннего анализа рыночной ситуации и факторов ценового роста; дополнительная информация будет опубликована через официальные каналы.

Ипотека-банк завершил 2025 год с чистой прибылью 399,9 млрд сумов, существенно улучшив финансовый результат по сравнению с 2024 годом, когда банк зафиксировал убыток в размере 240,2 млрд сумов. Ключевым драйвером роста прибыли стало улучшение качества активов: в IV квартале 2025 года чистая прибыль достигла 297,4 млрд сумов, увеличившись на 169,2% г/г, тогда как объем резервов под возможные кредитные убытки сократился на 17,8% г/г — с 3,8 трлн до 3,1 трлн сумов. При этом кредитный портфель банка на начало декабря 2025 года составил 34,4 трлн сумов, незначительно снизившись по сравнению с 2024 годом (35,1 трлн сумов). Доля проблемных кредитов (NPL) сократилась почти вдвое — с 10,2% до 5,0%, что свидетельствует о заметном улучшении качества кредитного портфеля и снижении рисков.

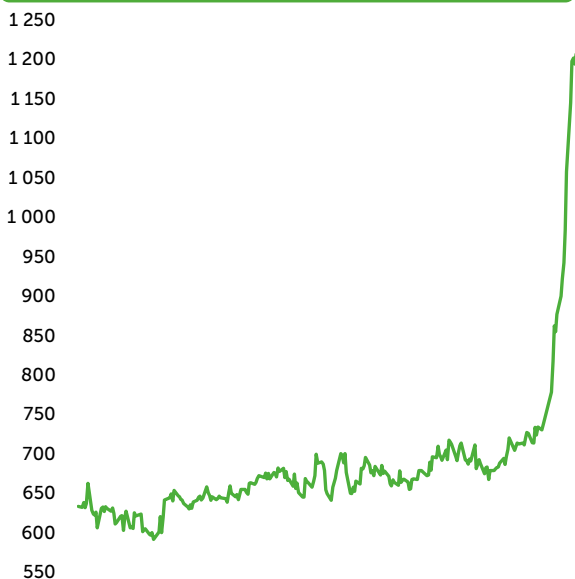
Настоящий материал подготовлен аналитиками компании ИП ООО «Freedom Finance» (Узбекистан). Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной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

Disproporsional o'sish

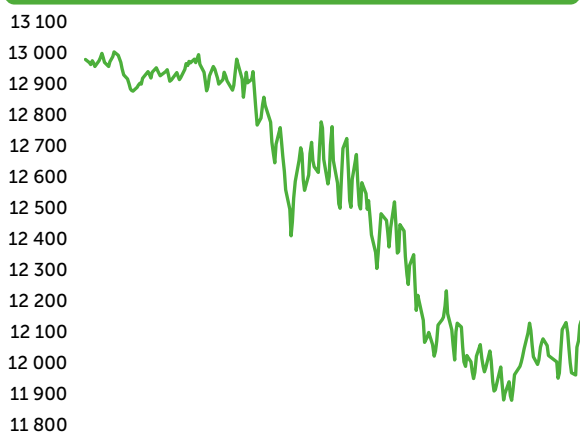
QOG'OZLAR BO'YICHA STATISTIKA

Tiker	16.01.2026	23.01.2026	%	YTD	Hajm, mln so'm
TSMI Index	1 058,24	1 207,47	14,10%	62,88%	5 549,2
URTS	7 150,00	7 100,00	-0,70%	13,60%	1 025,6
UZTL	6 199,00	6 500,00	4,86%	11,57%	2 870,1
HMKB	56,99	57,44	0,79%	33,58%	824,2
UZMK	3 050,00	3 597,00	17,93%	19,90%	309,2
QZSM	829,99	859,99	3,61%	13,16%	65,6
SQBN	27,01	34,71	28,51%	216,41%	188,6
ALKB	0,63	0,79	25,40%	79,55%	138,2
BIOK	15 852,00	15 700,00	-0,96%	0,96%	2,3
UZHМ	4 273,99	3 999,00	-6,43%	-0,02%	1,1
CBSK	3,09	3,18	2,91%	22,31%	119,3
UNVB	7 909,00	8 000,00	1,15%	16,28%	5,0

TSMI DINAMIKA SI, 1-YILLIK



USD/UZS DINAMIKA SI, 1-YILLIK



FOND BOZORIDAGI MUHIM VOQEALAR

Hisobot haftasi yakunlariga ko'ra, **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** ishonchli o'sishni ko'rsatib, 14,10% ga oshdi va 1 207,47 punktga yetib, tarixiy yuqori ko'rsatkichlarni yangilashda davom etdi. Indeks tarkibiga kiruvchi aksiyalar bo'yicha jami savdolar hajmi 5,55 mlrd so'mni tashkil etib, o'tgan hisobot davriga nisbatan 117,55% ga o'sdi. Davr yakunlari bo'yicha indeksning 9 ta tarkibiy qismidan 6 tasi ijobiy dinamikani ko'rsatdi. Shu bilan birga, 2026 yil 21 yanvardan boshlab "Toshkent" RFBda SQBN va IPTB oddiy aksiyalari savdosi vaqtincha to'xtatildi.

Hisobot davrida ikki xonali o'sish sur'atlarini namoyon etgan aksiyalar indeks o'sishiga asosiy hissa qo'shdi. Bozor konyunkturasi va kotirovkalarining keskin o'sishiga ta'sir ko'rsatgan omillarni batafsil tahlil qilish maqsadida birja savdolari vaqtincha to'xtatilganiga qaramay, **O'zsanoatqurilishbank (SQBN)** qog'ozlari TSMI dinamikasiga sezilarli ijobiy ta'sir ko'rsatdi. Haftaning dastlabki savdo kunlarida aksiyalar 28,51% ga o'sib, 34,71 so'm darajasiga yetdi, bunda yil boshidan beri qog'oz daromadliligi 216,41%ni tashkil etdi.

Indeks o'sishining navbatdagi muhim drayveri **Alokabank (ALKB)** aksiyalari bo'ldi. Hisobot davrida qog'oz kotirovkalari 25,40% ga o'sib, 0,79 so'm darajasiga yetdi. Shu bilan birga, ushbu aksiyalar bo'yicha savdo faolligi sezilarli darajada oshdi - savdolar hajmi tarixiy o'rtacha qiymatlardan sezilarli darajada oshib ketdi, bu ilgari ushbu qog'oz uchun xos emas edi.

Hisobot davrida **O'zmetkombinat (UZMK)** aksiyalari emitent biznesining barqarorlashuvi fonida, shu jumladan qarz yuki qismida, butun o'tgan yil davomida kuzatilgan uzoq muddatli tuzatishdan so'ng tiklanishning boshlanishini ko'rsatdi. Kotirovkalarining 17,93% ga o'sishi bozor kutilmalarining yaxshilanishi va investorlar tomonidan qiziqishning tiklanishini aks ettirib, qog'ozning uzoq davom etgan pasayish bosqichidan bosqichma-bosqich chiqib ketishi va tiklanish tendensiyasining shakllanishini ko'rsatadi.

"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	181
ACMT1B3	AO «Agat Credit mikromoliya tashkiloti»	27,0%	11/2026	292
DMMT2B	«Delta mikromoliya tashkiloti» MChj	28,0%	3/2027	543
UZUMN2B	«MAKESENSE» MChj XK	25,0%	2/2027	640

IQTISODIYOT

O'zbekiston oltin eksporti 2025-yilda rekord darajadagi 9,9 milliard dollarga yetib, 32,3% ga oshdi, bu kuzatuvlar tarixidagi eng yuqori ko'rsatkich bo'ldi. Oltin umumiy eksportning 29,2%ni va tovar eksportining 37,8% ni ta'minlab, 2023-yildagi avvalgi rekordni (8,15 milliard dollar) yangiladi. Yuqori eksport tushumlari fonida mamlakatning oltin-valyuta zaxiralari tarixiy maksimal darajaga ko'tarildi - 66,31 mlrd dollar, oltin zaxiralarining qiymati jismoniy hajmning oshishi hisobiga 55,09 mlrd dollarga yetdi. World Gold Council ma'lumotlariga ko'ra, O'zbekiston Markaziy banki 2025-yil noyabr oyida 10 tonna oltin sotib olib, dunyodagi eng yirik oltin xaridorlari uchligiga kirdi.

Milliy statistika qo'mitasi ma'lumotlariga ko'ra, O'zbekiston yalpi ichki mahsuloti 2025-yilda 7,7% ga o'sib, 2024-yilga (6,7%) nisbatan tezlashdi. Joriy narxlarda yalpi ichki mahsulot hajmi 1,85 kvadrillion so'mni, dollar hisobida esa qariyb 147 milliard dollarni tashkil etdi. Iqtisodiy o'sishga xizmatlar sohasi (+8,5%) va sanoat (+6,8%) asosiy hissa qo'shdi, ular birgalikda YAIM o'sish sur'atiga 5,6 f.p. qo'shdi. Asosiy kapitalga investitsiyalar 10,5% ga o'sib, 591,1 trln so'mni tashkil etdi, bunda asosiy moliyalashtirish manbai to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar va kreditlar (65,9%) bo'lib qolmoqda. Aholi jon boshiga YAIM 48,37 mln so'mgacha (3 845 dollar) o'sdi, bu faol investitsiyalar oqimi va xizmatlar sohasining kengayishi fonida barqaror makroiqtisodiy dinamikaning saqlanib qolishini aks ettiradi.

Istiqbolli loyihalar milliy agentligi (ILMA) muqobil investitsiya mexanizmlarini sinovdan o'tkazish uchun mo'ljallangan tartibga soluvchi "qumdon" doirasida ishlaydigan investitsiya platformalariga qo'yiladigan talablarni tasdiqladi. Maxsus huquqiy rejim 2026 yil 1 oktyabrgacha amal qiladi. Hujjatga

ko'ra, faqat O'zbekiston rezidenti platforma operatori bo'lishi mumkin, bunda serverlar va ma'lumotlarni qayta ishlash mamlakat hududida joylashgan bo'lishi, bitimlar va ishtirokchilar to'g'risidagi ma'lumotlar esa kamida 5 yil saqlanishi kerak. Platformalar shaxsiy ma'lumotlarni himoya qilish va AML/CFT qonunchiligi talablariga rioya qilishi shart. Shuningdek, asosiy menejmentga qo'yiladigan malaka talablari, arizalarni topshirish va hisobot berish tartibi belgilandi: LBMA arizani 20 ish kuni ichida ko'rib chiqadi, "qumdon" ishtirokchilari esa har oyda faoliyat to'g'risida hisobot berishlari shart. Investplatformalar jismoniy va yuridik shaxslarning, shu jumladan norezidentlarning mablag'larini jalb qilish imkonini beradi, bunda investitsiyalar faqat O'zbekiston hududidagi loyihalarga elektron investitsiya shartnomalarini rasmiylashtirgan holda yo'naltirilishi mumkin.

BlackRock O'zbekiston kompaniyalariga sarmoya kiritish, shuningdek, mamlakatdagi muhim loyihalarni amalga oshirishda ishtirok etish imkoniyatini ko'rib chiqmoqda. Davosda bo'lib o'tayotgan Jahon iqtisodiy forumi doirasida prezident Shavkat Mirziyoyevning korporatsiya direktorlar kengashi a'zosi Adebayo Ogunlesi bilan uchrashuvi chog'ida shu boradagi masalalar muhokama qilindi. Tomonlar qo'shma moliyalashtirish mexanizmlari, O'zbekiston korxonalarida ulushlarni sotib olish imkoniyatlari, shuningdek, ishbilarmonlik va investitsiya muhiti samaradorligini oshirish uchun BlackRock xalqaro ekspertizasini jalb qilishga alohida e'tibor qaratdilar. Bundan tashqari, 2025-yil sentyabr oyida Nyu-Yorkda bo'lib o'tgan muzokaralar chog'ida energetika, transport va suv xo'jaligidagi infratuzilma loyihalariga e'tibor qaratgan holda qo'shma investitsiya jamg'armasini tashkil etish rejalari muhokama qilindi..

KORPORATIV YANGILIKLAR

"Toshkent" RFB kotirovkalarining anomal o'sishi fonida uchta emitent aksiyalari savdosini to'xtatdi. "Toshkent" Respublika fond birjasi Boshqaruvi "O'zparavtotrans" (22-yanvardan), shuningdek, "Ipoteka-bank" va "O'zsanoatqurilishbank" (21-yanvardan) oddiy aksiyalari savdosini o'tgan o'n kunlik savdolarida narxlarning keskin oshishi munosabati bilan vaqtincha to'xtatish to'g'risida qaror qabul qildi. 8–21 yanvar kunlari "O'zparavtotrans" aksiyalari 187,95% ga qimmatlashdi. "Ipoteka-bank"ning qog'ozlari 6 yanvardan 19 yanvargacha 132,38% ga (2,40 so'mgacha), "O'zsanoatqurilishbank" aksiyalari esa shu davrda 146,28% ga (34,71 so'mgacha) qimmatlashdi. Birja bozordagi vaziyat va narxlarning o'sish omillarini har tomonlama tahlil qilishni boshlaganini ma'lum qildi, qo'shimcha ma'lumotlar rasmiy kanallar orqali e'lon qilinadi.

Ipoteka-bank 2025-yilni 399,9 milliard so'm sof foyda bilan yakunlab, moliyaviy natijasini 2024-yilga nisbatan sezilarli darajada yaxshiladi, o'shanda bank 240,2 milliard so'm zarar ko'rgan edi. Foyda o'sishining asosiy omili aktivlar sifatining yaxshilanishi bo'ldi: 2025-yilning IV choragida sof foyda 297,4 milliard so'mga yetib, 169,2% ga o'sdi, ehtimoliy kredit yo'qotishlari uchun zaxiralar hajmi esa 17,8% ga kamayib, 3,8 trlliondan 3,1 trllion so'mga tushdi. Shu bilan birga, bankning kredit portfeli 2025-yil dekabr oyi boshiga 34,4 trllion so'mni tashkil etib, 2024-yilga (35,1 trllion so'm) nisbatan biroz kamaydi. Muammoli kreditlar (NPL) ulushi deyarli ikki baravarga qisqardi - 10,2% dan 5,0% gacha, bu kredit portfeli sifatining sezilarli darajada yaxshilanganligi va xatarlarning kamayganligidan dalolat beradi.

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.