KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY

АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ОБЗОР ЭМИТЕНТА



ПОСЛЕ ЗАКАЛКИ

«Кварц»

www.kapdepo.uz

июнь, 2026

Обзор эмитента

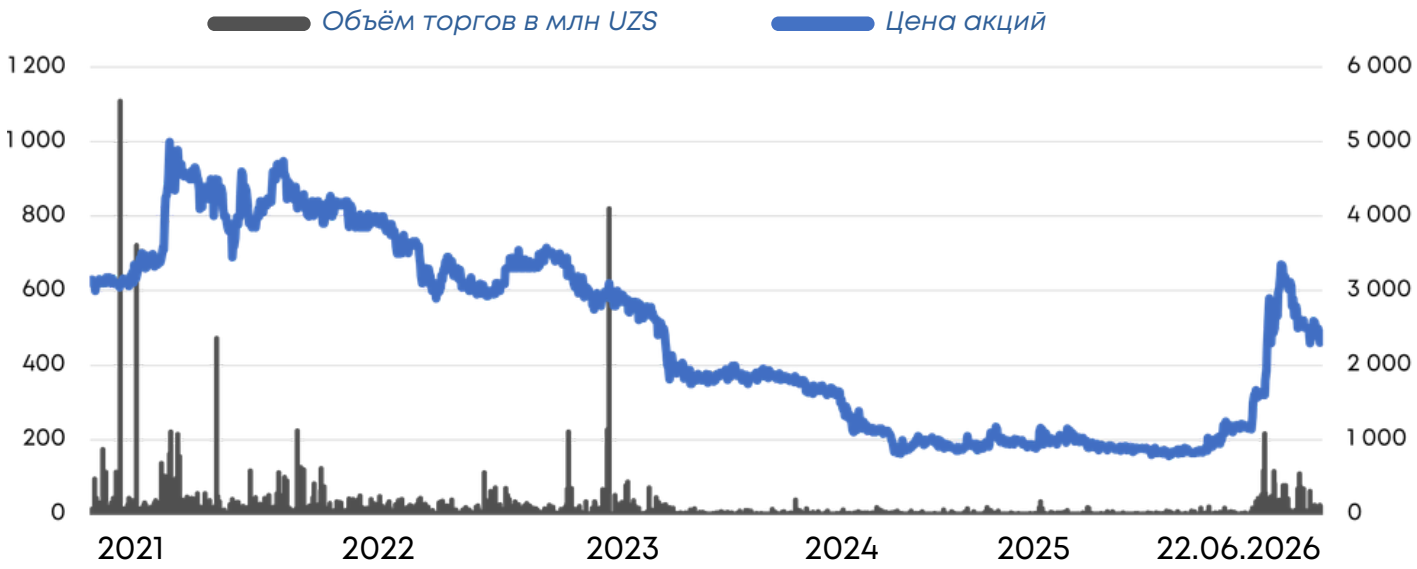
АО «Кварц» — один из крупнейших производителей стекольной продукции в Узбекистане. Предприятие работает с 1975 года и выпускает широкий ассортимент продукции: листовое полированное, тонированное и закаленное стекло, автомобильное стекло, а также стеклянные банки и бутылки. Производственный комплекс в Кувасае включает полный цикл — от подготовки сырья до выпуска готовой продукции, при этом основная часть сырья закупается внутри страны. Помимо внутреннего рынка, компания экспортирует продукцию в Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан, Туркменистан и Афганистан.

За годы работы предприятие неоднократно модернизировало производственные мощности, обновляя линии по выпуску стекла расширяя ассортимент продукции. Сегодня «Кварц» остается одним из ключевых предприятий стекольной отрасли страны, а высокая капиталоемкость производства и сложность создания аналогичных мощностей формируют достаточно высокие барьеры для появления новых конкурентов. В частности, были обновлены мощности по производству листового стекла и стеклотары, а также освоен выпуск окрашенного в массе бронзового стекла, которое ранее импортировалось в Узбекистан.

В феврале 2025 года контрольный пакет акций компании (89,78%) вновь перешел под управление Агентства по управлению государственными активами Узбекистана. Ранее в феврале 2023 года пакет был продан «Кувасайцементу» за 265 млрд сумов (почти 3 000 сумов за каждую акцию) с рассрочкой платежа на три года, однако покупатель не смог выполнить условия сделки, после чего договор был расторгнут по взаимному согласию сторон. Также в рамках сделки было предусмотрено полное погашение кредитных обязательств предприятия в размере €47,2 млн со стороны покупателя. В настоящее время для предприятия утверждена программа финансового оздоровления и реализуются меры по повышению эффективности бизнеса.

По данным за 2025 год, основную часть выручки компании формирует реализация листового стекла и другой стекольной продукции, на которую пришлось 83,1% продаж. Ещё 16,6% выручки обеспечили продажи стеклянных банок и бутылок. Структура выручки за год практически не изменилась.

Объём торгов и динамика рыночной стоимости акций с начала 2021 года:



Финансы по НСБУ

АО КВАРЦ

В млрд сумах (UZS)	2023	2024	2025	1Q2026
Активы, всего	776,9	724,1	560,3	526,7
Долгосрочные инвестиции	18,6	18,9	19,0	19,1
Дебиторы	28,8	50,9	55,4	43,9
Денежные средства	0,4	3,5	2,1	0,6
Капитал, всего	378,7	236,9	238,2	240,5
Уставной капитал	165,4	165,4	165,4	165,4
Нераспределенная прибыль	42,6	-99,0	-97,6	-95,3
Обязательства, всего	398,2	487,2	322,1	286,2
Долгосрочные кредиты	302,7	195,3	87,6	0
Долгосрочные займы	0	0	0	0
Краткосрочные кредиты	0,9	126,6	14,0	156,1
Краткосрочные займы	18,7	0	81,7	0,3
Чистая выручка	530,7	521,9	593,3	144,4
Себестоимость услуг	373,1	502,7	445,4	110,6
Валовая прибыль	157,6	19,2	147,9	33,8
Расходы периода	111,1	145,5	116,1	24,6
Доходы от фин. деятель.	41,3	30,1	24,8	3,6
Доходы в виде процентов	0	0	0	0,1
Расходы по фин. деятель.	112,9	60,2	59,1	10,1
Расходы в виде процентов	26,9	33,2	29,0	3,5
Прибыль до налогов	-21,7	-141,5	1,3	3,6
Чистая прибыль	-21,7	-141,5	1,3	2,3
Цена акций на момент формирования реестра	-	-	-	-
Дивиденды по итогам года	0	0	0	0
Дивиденды к цене акций	0	0	0	0
Сумма дивидендов к прибыли	0	0	0	0

Мультипликаторы	Book price	EPS	ROA	ROE	P/E	P/B
1Q2026, TTM	2 493,8	289,4	5,3%	11,6%	10,87	1,26

Обязательства

АО КВАРЦ

Долгосрочные банковские кредиты, займы (МСФО отчет)

Кредитор	Ставка	Валюта	2024 год	2025 год
Тенге банк	6,50%	Евро	19,2 млрд UZS	-
Асакабанк	7,20%	Евро	176,2 млрд UZS	-

«Тенге Банк». В 2020 году Общество заключило кредитный договор на общую сумму 3 721 650 евро сроком до 72 месяцев. Льготный период составляет 12 месяцев с даты заключения соглашения. Процентная ставка по кредиту — 6,5% годовых, выплата процентов осуществляется ежемесячно. Обеспечением по данному займу выступает недвижимое производственное имущество АО «Кварц».

«Асакабанк». В 2019 году компания заключила кредитный договор на общую сумму 36 424 649 евро сроком до 84 месяцев. Льготный период составляет 24 месяца с даты заключения соглашения. Процентная ставка установлена на уровне 3,3% годовых + Euribor 6M. Выплата процентов и погашение основного долга осуществляются каждые шесть месяцев. Обеспечением по данному займу выступает недвижимое производственное имущество «Кварц».

Краткосрочные банковские кредиты, займы (МСФО отчет)

Кредитор	**Ставка**	**Валюта**	**Срок**	**2024 год**	**2025 год**
United Cement Group	13,5%	Сум	12 месяцев	10,75 млрд UZS	-
Асакабанк	14,0%	Доллар	12 месяцев	103,4 млрд UZS	-
Асакабанк	26,0%	Сум	5 месяцев	-	14,0 млрд UZS
Асакабанк	7,2%	Евро	6 месяцев	-	77,9 млрд UZS
Асакабанк	10,0%	Юань	12 месяцев	-	27,4 млрд UZS
Асакабанк	10,0%	Юань	12 месяцев	-	28,0 млрд UZS
Асакабанк	10,0%	Юань	12 месяцев	-	26,1 млрд UZS
Бекабадцемент	13,5%	Сум	12 месяцев	12,5 млрд UZS	-
Тенгебанк	6,5%	Евро	11 месяцев		9,7 млрд UZS
Прочие				16,9 млн UZS	309,9 млн UZS

Прогноз

АО КВАРЦ

После возврата под контроль государства в мае 2025 года «Кварц» демонстрирует признаки финансового восстановления. Компания существенно сократила долговую нагрузку, улучшила операционные показатели и вернулась к прибыльности после нескольких лет убытков. Дополнительным подтверждением положительной динамики стали результаты первого квартала 2026 года, где чистая прибыль уже превысила показатель всего 2025 года.

Текущая рыночная оценка компании остается ниже как балансовой стоимости, так и уровня оценки, использованного при приватизации в 2023 году. По мере дальнейшего роста прибыльности и укрепления финансового положения рынок может постепенно сокращать данный дисконт.

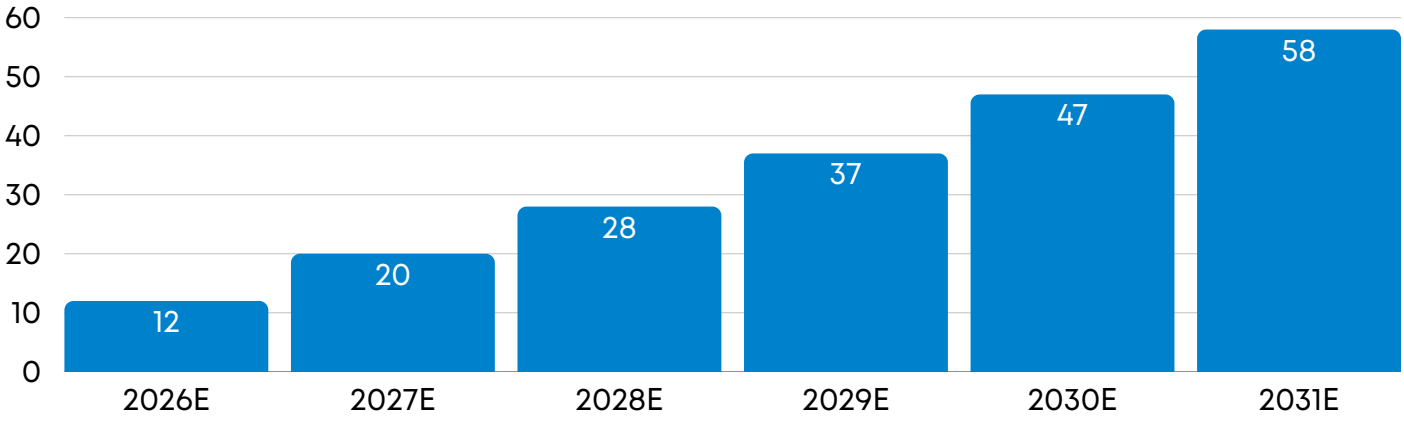
Справедливая цена акции:
= 3 490 UZS

Текущая цена (на конец июня/2026):
2 250 UZS. **Потенциал роста: 55%**

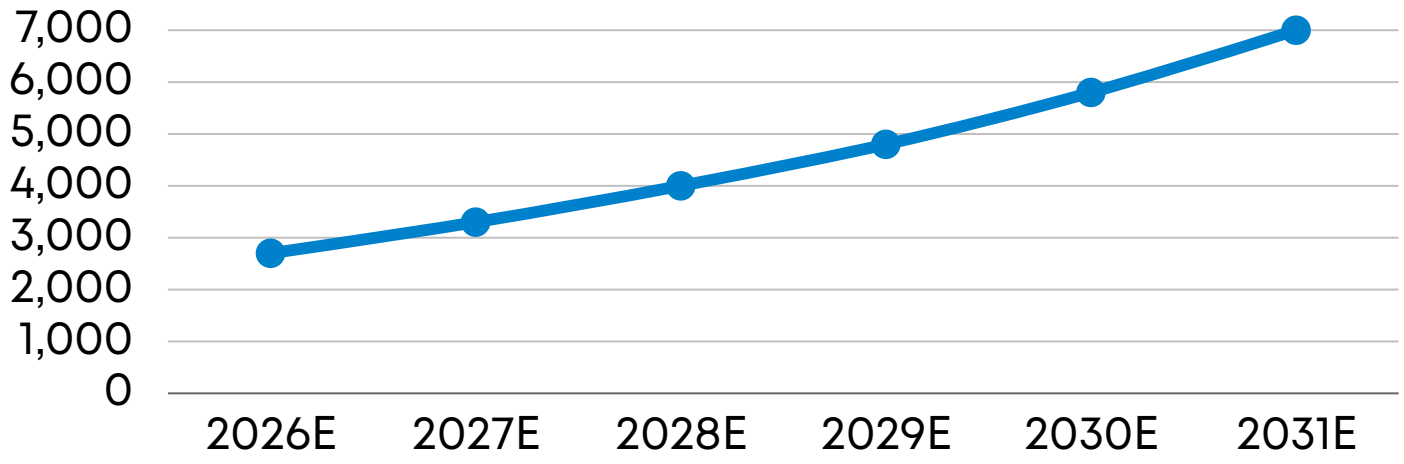
Оценка привлекательности:
Недооценён.

Сохранение текущих темпов улучшения финансовых показателей способно создать предпосылки для дальнейшей переоценки акций в среднесрочной перспективе.

Динамика и прогноз роста чистой прибыли, в млрд UZS



Динамика и прогноз роста простых акций, в UZS



KAPDEPO INVESTMENT COMPANY

Вывод

АО «Кварц» остается одной из наиболее интересных историй восстановления на фондовом рынке Узбекистана. После приватизации в феврале 2023 года компания была оценена в 265 млрд сумов, что эквивалентно примерно 3 000 сумам за акцию. Однако новый инвестор не смог выполнить взятые обязательства по развитию предприятия и завершить расчеты по сделке, вследствие чего в мае 2025 года контроль над компанией вновь перешел государству в лице Агентства по управлению государственными активами.

С момента возврата под государственное управление финансовое положение предприятия начало демонстрировать признаки стабилизации. Если в 2024 году чистый убыток по НСБУ достигал 141,5 млрд сумов, то по итогам 2025 года компания уже вышла на положительный финансовый результат, заработав 1,3 млрд сумов. В первом квартале 2026 года чистая прибыль составила 2,3 млрд сумов, превысив показатель всего предыдущего года. Одновременно наблюдается улучшение операционной эффективности — выручка в 2025 году выросла на 13,7%, а валовая прибыль увеличилась почти в восемь раз — с 19,2 млрд до 147,9 млрд сумов.

Не менее важным фактором является значительное улучшение структуры баланса. Общий объем обязательств сократился с 487 млрд сумов в 2024 году до 286 млрд сумов по состоянию на первый квартал 2026 года. За этот же период компания практически полностью погасила долгосрочные кредиты, которые еще в 2023 году превышали 300 млрд сумов. Снижение долговой нагрузки уменьшает финансовые риски и создает условия для дальнейшего восстановления рентабельности.

На текущий момент акции АО «Кварц» торгуются около 2 250 сумов, что ниже как цены приватизационной сделки 2023 года, так и балансовой стоимости компании, составляющей порядка 2 500 сумов на акцию. Иными словами, рынок пока не закладывает в стоимость бумаг результаты проводимой финансовой реструктуризации и сохраняет значительный дисконт к фундаментальным показателям эмитента.

Базовый сценарий предполагает дальнейшее улучшение финансовых результатов на фоне роста операционной эффективности и сохранения умеренной долговой нагрузки. По нашим оценкам, чистая прибыль компании может увеличиться до 10–15 млрд сумов уже по итогам 2026 года, а к 2031 году достичь 50–60 млрд сумов. При реализации данного сценария справедливая стоимость акций оценивается на уровне 3 500 сумов за акцию, что предполагает потенциал роста более 55% относительно текущих рыночных уровней.

Инвестиционная привлекательность АО «Кварц» сегодня определяется не столько текущими финансовыми результатами, сколько происходящим разворотом бизнеса после нескольких лет кризисного периода. Компания уже продемонстрировала способность восстановить валовую рентабельность, сократить долговую нагрузку и вернуться к прибыльности. Если эта тенденция сохранится в ближайшие годы, рынок может начать постепенно пересматривать оценку эмитента, сокращая существующий дисконт к его фундаментальной стоимости.

KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY



+998 55-511-02-02
www.kapdepo.uz
info@kapdepo.com
@Kapdepo
Kapdepo

Настоящий материал подготовил аналитик ООО «KAPITAL-DEPOZIT» Шодибек Кенжаев. Компания заявляет, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, отражают личные взгляды аналитика касательно любой анализируемой компании или ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации. Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут 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 мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом 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. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг. Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «KAPITAL-DEPOZIT». Как и все сотрудники ООО «KAPITAL-DEPOZIT», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «KAPITAL-DEPOZIT», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании. Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве.

ООО «Kapital-Depozit» уведомляет, что осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан на основании следующих лицензий профессионального участника рынка ценных бумаг: на осуществление брокерской и депозитарной деятельности №1196 от 27.04.2015; на осуществление деятельности инвестиционного консультанта №1197 от 27.04.2015; на осуществление деятельности по доверительному управлению инвестиционными активами №1296 от 29.12.2017.