

Бетонная выдержка

«Кызылкумцемент»

Обзор эмитента

UCG "QIZILQUMSEMENT" AJ

АО «Кызылкумцемент» — один из крупнейших производителей цемента в Узбекистане, входящий в холдинг United Cement Group (UCG). Завод расположен в Навоийской области, рядом с железнодорожной магистралью Ташкент–Самарканд–Бухара, что упрощает поставки на внутренний рынок и в соседние регионы. Мощность завода — 5,4–5,7 млн тонн цемента в год, но в 2025 году она была загружена менее чем на 40%. Производство работает по сухому способу, основные линии введены в 1977–1989 годах и с тех пор модернизировались.

В начале 2022 года холдинг UCG, зарегистрированный на Кипре, приобрёл у государства 86,92% акций предприятия за 1,89 трлн сумов (около $175 млн). Помимо «Кызылкумцемента», в холдинг входят АО «Кувасайцемент», АО «Бекабадцемент» и Кантский цементный завод. После смены собственника компания перестала выплачивать дивиденды, а прибыль сократилась почти до нуля.

Котировки акций постепенно снижались с пиковых 7 755 сумов в 2021 году, а минимум за последние 12 месяцев составил 685 сумов. На 23 ноября 2026 года акция торгуется по 1 297 сумов, что соответствует капитализации около 580 млрд сумов — менее 20% балансовой стоимости собственного капитала компании.

Международные рейтинги группы UCG

FitchRatings

B+ Прогноз — «позитивный»

Рейтинг присвоен в июне 2023 года

В июле 2024 года рейтинг поставлен «под наблюдение», на сегодня полностью отозван

S&P Global Ratings

B+ Прогноз — «позитивный»

Рейтинг присвоен в декабре 2022 года

В ноябре 2023 года рейтинг поставлен «под наблюдение», на сегодня полностью отозван

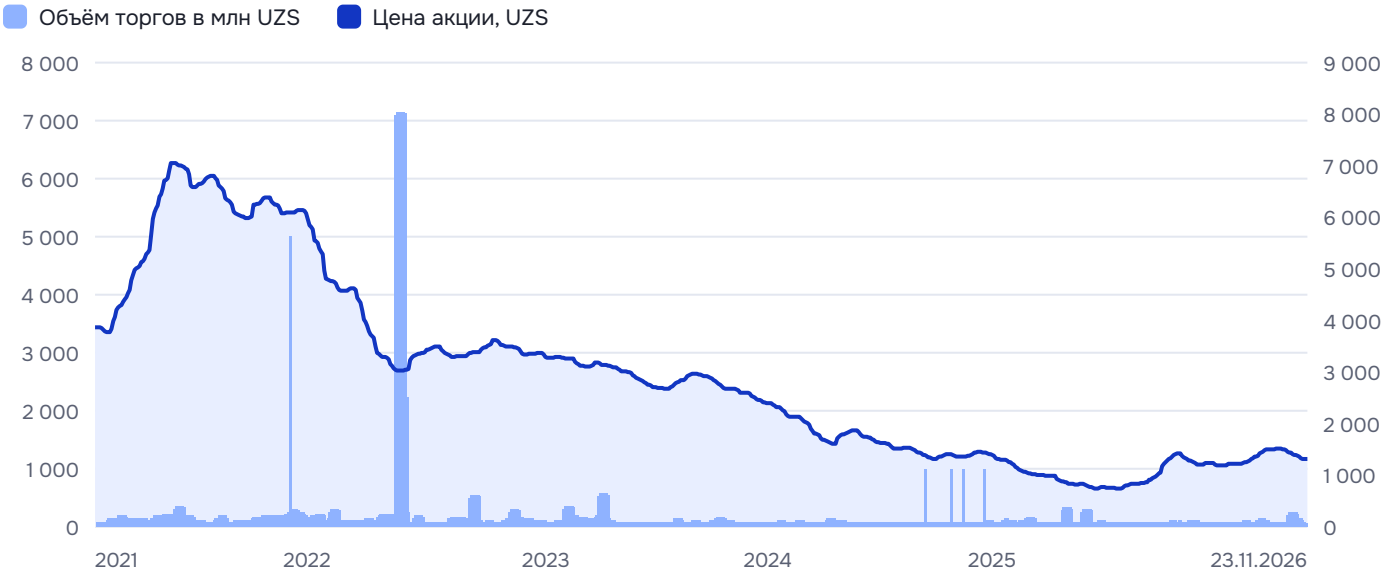
Структура акционеров

Доля UCG — по итогам приватизации в январе 2022 года

86,92% United Cement Group (Кипр)

13,08% прочие юридические и физические лица

Объём торгов и динамика рыночной стоимости акций с 2021 года:



Финансы по НСБУ

UCG "QIZILQUMSEMENT" AJ

В млрд сумах (UZS)	2023	2024	2025	9M26
Активы, всего	**3 239**	**4 082**	**3 914**	**3 890**
Долгосрочные инвестиции	278,5	625,1	628,1	**628,5**
Дебиторы	129,8	140,0	703,3	**697,3**
Денежные средства	21,0	27,4	17,1	**4,3**
Капитал, всего	**3 031**	**3 030**	**2 994**	**2 991**
Уставный капитал	702,6	702,6	702,6	**702,6**
Нераспределенная прибыль	1 807	1 807	1 808	**1 813**
Обязательства, всего	**208,5**	**1 052**	**919,5**	**899,0**
Долгосрочные кредиты	45,9	0	595,5	**510,0**
Долгосрочные займы	0	0	0	**0**
Краткосрочные кредиты	17,0	680,9	0	**0**
Краткосрочные займы	0	35,0	31,1	**33,4**
Чистая выручка	**1 797**	**1 537**	**1 422**	**682,2**
Себестоимость	987,1	1 100	995,9	**481,2**
Валовая прибыль	809,9	436,4	425,8	**200,9**
Расходы периода	319,6	411,4	319,8	**162,9**
Доходы от фин. деятельности	94,4	28,4	43,3	**21,8**
Доходы в виде процентов	8,7	9,1	7,1	**0,9**
Расходы по фин. деятельности	67,3	66,0	166,3	**89,1**
Расходы в виде процентов	8,5	45,2	127,8	**78,4**
Прибыль до налогов	526,4	3,2	1,9	**6,4**
Чистая прибыль	**469,6**	**0,5**	**1,0**	**4,7**
Количество акций (млн)	447,5	447,5	447,5	**447,5**
Дивиденды по итогам года	0	0	0	**0**
Дивиденды к прибыли	0	0	0	**0**

Мультипликаторы	Book price	EPS	ROA	ROE	P/E	P/B
9M2026, TTM	**6 682,6**	**48,6**	**0,6%**	**0,7%**	**26,7**	**0,19**

Прогноз

UCG "QIZILQUMSEMENT" AJ

Согласно нашей DCF-модели (на базе НСБУ), справедливая цена акций «Кызылкумцемента» оценивается в **1 348 UZS**, что на **3,9%** выше текущей рыночной цены.

Операционный бизнес компании мы оцениваем примерно в 518 млрд сумов — почти столько же, сколько её чистый долг (506 млрд). Поэтому стоимость акций держится в основном на внеоперационных активах: вложениях в дочерние общества (607 млрд) и авансах поставщикам (около 479 млрд), назначение которых не раскрыто.

Хромают также и показатели рентабельности (ROE =0,8%; ROIC=4,2%) и долговой нагрузки (Net debt/EBITDA = 2.5x; Interest Coverage = 1,1x). Это показывет, что есть неопределенности по поводу долгосрочного роста бизнеса.

Справедливая цена акции:

= 1 348 UZS

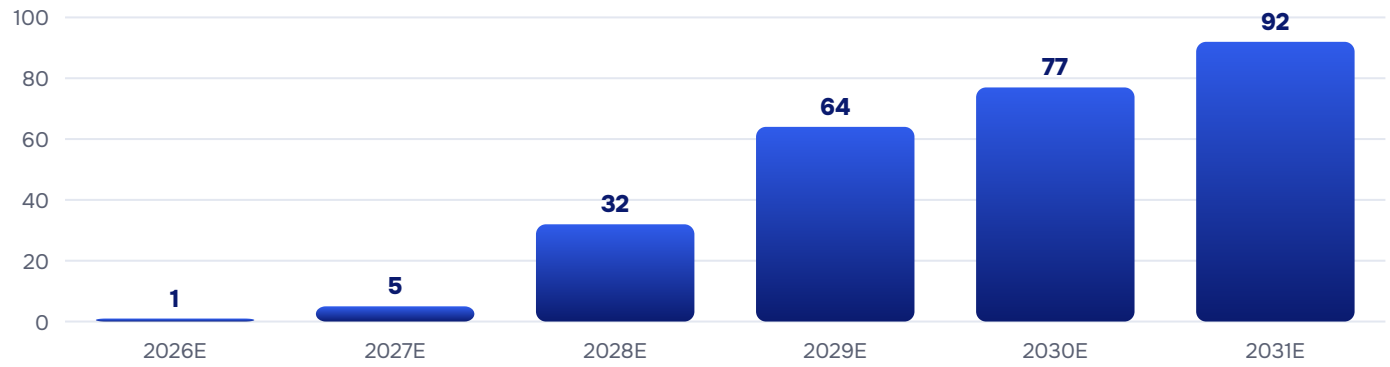
Текущая цена (на 23.11.2026): 1 297 UZS.
Потенциал роста: +3,9%

Рекомендация: **Держать (Hold)**.

На данный момент компания пытается вернуться к устойчивой прибыльности и стабильному росту.

Однако производство цемента за январь-июль 2026 года упало почти в два раза (г/г), соответственно сократились выручка (-38,8% г/г) и валовая прибыль (-36,8% г/г).

Прогноз чистой прибыли, в млрд UZS



Динамика и прогноз роста цены простых акций, в UZS



Вывод

UCG "QIZILQUMSEMENT" AJ

Отчётность за 9 месяцев 2026 года показывает, что «Кызылкумцемент» пока не смог переломить негативную динамику. Выручка компании сократилась на 39%, до 682 млрд сумов против 1 115 млрд годом ранее. Валовая маржа при этом остаётся относительно стабильной — около 29–30%. Однако операционной прибыли в размере 74 млрд сумов уже не хватает для покрытия процентных расходов по кредитам, которые составили 78 млрд сумов. Чистая прибыль оказалась на уровне всего 4,7 млрд сумов и была обеспечена преимущественно положительными курсовыми разницами, а не результатами основной деятельности.

При этом ситуация в отрасли складывается иначе. По данным Нацкомстата, за январь–сентябрь 2026 года крупные предприятия произвели 16,2 млн тонн цемента — на 3% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Биржевые цены в течение периода находились в диапазоне 560–670 тыс. сумов за тонну. На этом фоне показатели «Кызылкумцемента» выглядят слабее рынка: за январь–июль выпуск компании сократился вдвое, до 635 тыс. тонн, а её доля в общем производстве крупных предприятий снизилась с 10,6% до 5,2%.

Таким образом, снижение показателей компании происходит не из-за общего сокращения спроса на цемент, а на фоне усиления конкуренции и потери рыночной доли. Производственные мощности отрасли превышают 40 млн тонн в год, при этом их загрузка составляет немногим более 50%. Это создаёт избыток предложения и усиливает конкуренцию за покупателей, ограничивая возможности производителей наращивать продажи и повышать цены.

Отдельного внимания заслуживает долговая нагрузка компании. В 2024 году «Кызылкумцемент» привлёк около 700 млрд сумов кредитов и займов, а в 2025 году перевёл эти обязательства в долгосрочные. По состоянию на 30 сентября 2026 года долг составлял 543 млрд сумов, тогда как денежные средства на балансе — всего 4 млрд сумов. При средней ставке около 18% годовых обслуживание задолженности обходится компании достаточно дорого: процентные расходы практически полностью поглощают операционный денежный поток.

Соотношение долга и операционной прибыли также указывает на ограниченный запас финансовой прочности. Задолженность в 4,4 раза превышает операционную прибыль за последние 12 месяцев, составившую 125 млрд сумов, а покрытие процентных расходов прибылью находится на уровне всего 1,1 раза. При текущих финансовых результатах собственных денежных потоков после выплаты процентов недостаточно для погашения основной суммы долга. Поэтому возможности компании снизить задолженность в ближайшие годы во многом будут зависеть от возврата авансов поставщикам.

Наша рекомендация — «Держать», не покупать.

При текущей цене акции близки к справедливой стоимости, а потенциальная доходность пока не компенсирует существующие риски. Для пересмотра оценки необходимы более заметное восстановление продаж, снижение задолженности и раскрытие информации о структуре и доходности внеоперационных активов.

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

Настоящий материал подготовил аналитик ООО «KAPITAL-DEPOZIT» Камрон Йулдашев. 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.