KAPDEPO
INVESTMENT BANK

АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ОБЗОР

Обзор микрофинансовых организаций



Рынок микрофинансирования: удвоение портфеля и рост концентрации

За 8 месяцев 2026 года рынок микрофинансирования Узбекистана прошёл фазу ускоренного роста. Совокупный кредитный портфель МФО увеличился более чем вдвое — с **9,16 трлн UZS до 18,64 трлн UZS (+103% г/г)**, а число действующих организаций выросло со **132 до 141**. Рост сопровождался усилением концентрации: на лидера рынка приходится уже свыше трети совокупного портфеля.

Ключевые тенденции

- Кредитный портфель сектора вырос вдвое за год, до **18,64 трлн UZS**; основной вклад обеспечил один игрок — Tezcoin, нарастивший портфель с 2,31 трлн до 7,13 трлн UZS.
- Концентрация усилилась: доля Tezcoin в портфеле выросла с **25,2% до 38,2%**, на топ-4 МФО приходится около 60% рынка.
- На рынок вышли новые крупные участники — TBC Credit (активы 1,48 трлн UZS) и Korona (527 млрд UZS), сформированные практически с нулевой базы.
- Качество активов остаётся контролируемым: средневзвешенный NPL по рынку — **2,4%**; у большинства крупнейших МФО показатель ниже среднего.
- Капитализация растёт вслед за портфелем, однако фондирование лидеров всё больше смещается в сторону заёмных средств.

Факторы роста

- Высокий неудовлетворённый спрос на короткие необеспеченные займы со стороны розницы и микробизнеса.
- Приход игроков с банковским капиталом и технологичной платформой (Tezcoin, TBC Credit).
- Низкое проникновение и ограниченный доступ части заёмщиков к банковскому кредиту.

Риски и вызовы

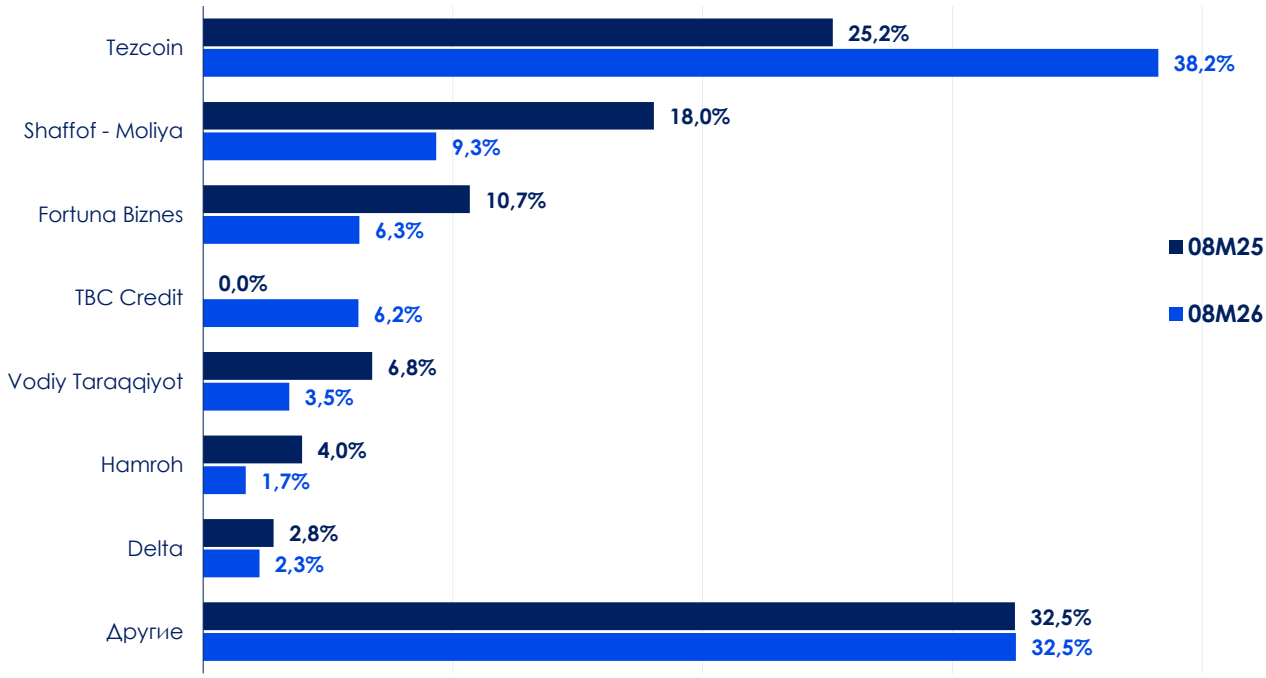
- Высокая зависимость лидеров от заёмного фондирования — чувствительность к стоимости ресурсов.
- Чрезмерная концентрация портфеля на одном игроке формирует системный риск сектора.
- Опережающий рост выдач над резервами у ряда МФО — потенциальное давление на качество активов.

Вывод. Рынок переходит от экстенсивного роста к фазе, где определяющими становятся устойчивость фондирования, качество портфеля и управление концентрацией. Для инвестора и кредитора приоритет — дифференциация МФО по структуре капитала и уровню резервирования, а не только по темпам роста.

Масштаб и структура рынка

Показатель	08M25	08M26	Изменение
Количество действующих МФО	132	141	+9
Совокупный кредитный портфель	9,16 трлн UZS	18,64 трлн UZS	+103%
Средний NPL по рынку	—	2,4%	—
Доля Tezcoin в портфеле	25,2%	38,2%	+13,0 п.п.
Доля топ-4 МФО в портфеле	60,7%	60,0%	≈ без изм.

Доля в совокупном кредитном портфеле МФО | %



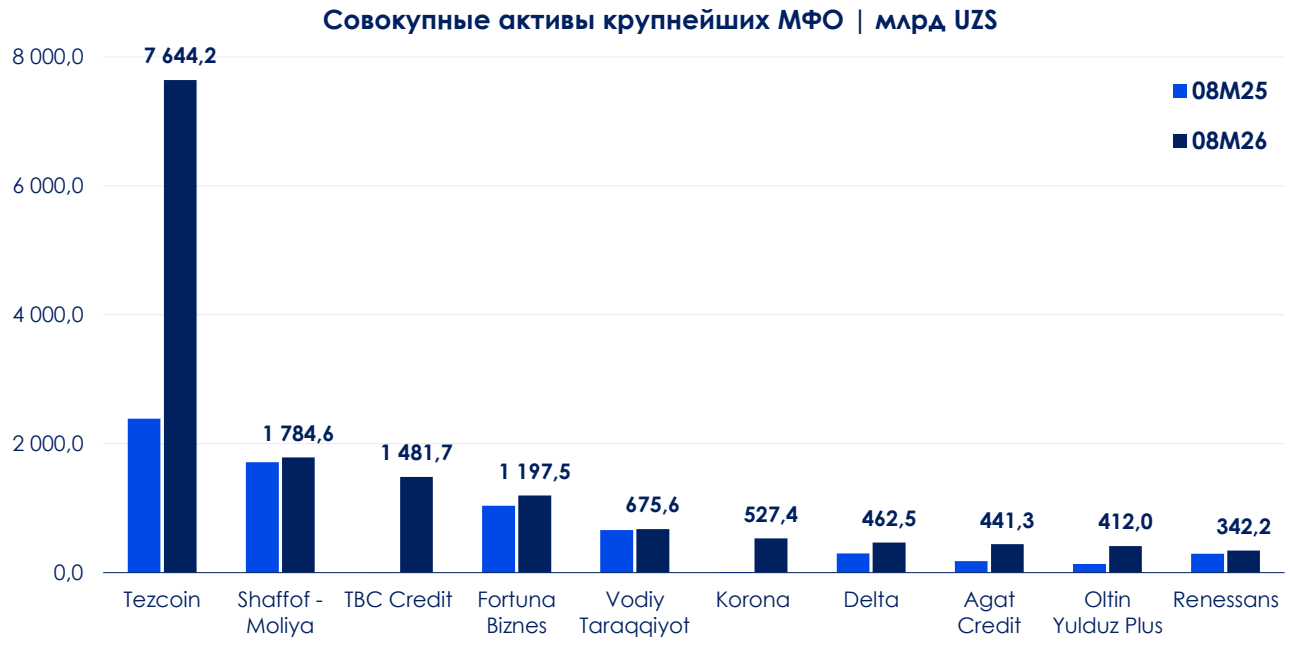
- Несмотря на двукратный рост рынка, прирост портфеля оказался крайне неравномерным. Практически весь дополнительный объём пришёлся на одного игрока — **Tezcoin, чья доля за год выросла с 25,2% до 38,2%**. Совокупная доля топ-4 МФО сохранилась около 60%, однако её структура изменилась принципиально.

- Место прежних лидеров — Shaffof - Moliya (18,0% → 9,3%), Fortuna Biznes (10,7% → 6,3%) и Vodiy Taraqqiyot (6,8% → 3,5%) — занял новый участник **TBC Credit**, за несколько месяцев нарастивший портфель до 1,16 трлн UZS (6,2% рынка). Для остальных более ста организаций совокупная доля сократилась — рынок смещается в сторону нескольких технологичных игроков с масштабируемой моделью.

Активы и капитал

№	МФО	08М25	08М26	Δ г/г
1	Tezcoin	2 389,5	7 644,2	+220%
2	Shaffof - Moliya	1 711,5	1 784,6	+4,3%
3	TBC Credit	1,9	1 481,7	рост с нуля
4	Fortuna Biznes	1 034,6	1 197,5	+15,7%
5	Vodiy Taraqqiyot	657,1	675,6	+2,8%
6	Korona	5,7	527,4	рост с нуля
7	Delta	295,2	462,5	+56,7%
8	Agat Credit	177,1	441,3	+149%
9	Oltin Yulduz Plus	133,7	412,0	+208%
10	Renesans	289,1	342,2	+18,4%

Совокупные активы, млрд UZS (если не указано иное).



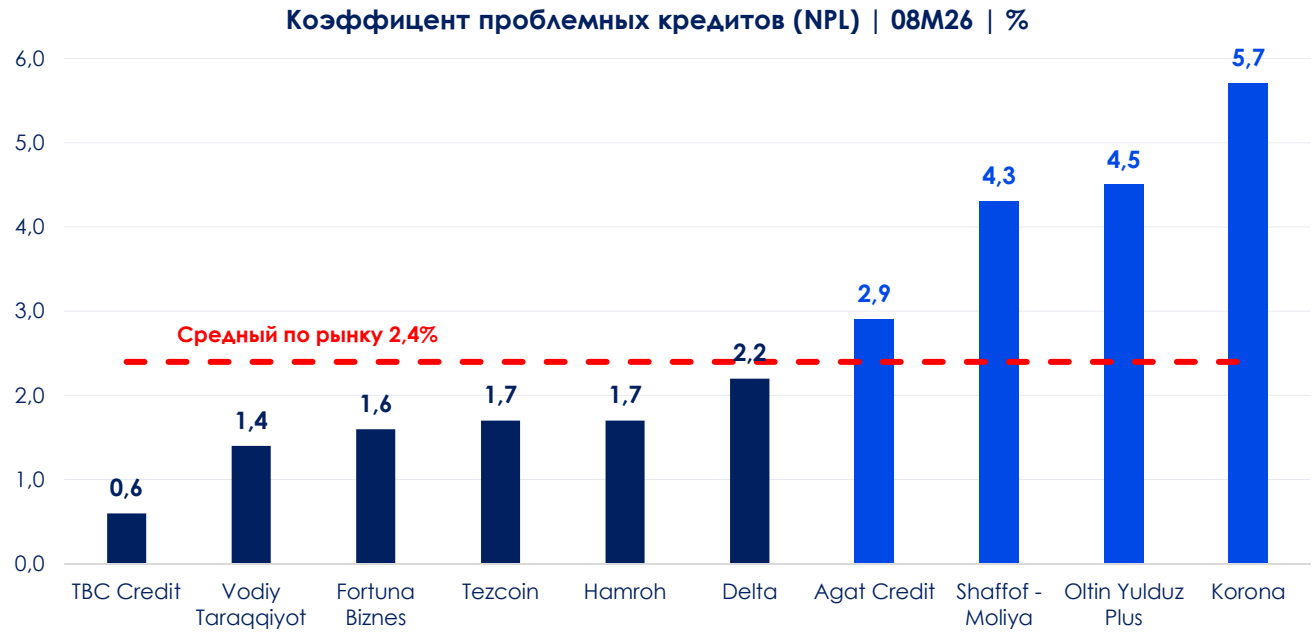
- По размеру активов **Tezcoin занимает первое место с кратным отрывом — 7,64 трлн UZS**, что превышает совокупные активы следующих девяти организаций рейтинга. Второй эшелон формируют Shaffof - Moliya, TBC Credit и Fortuna Biznes (1,2–1,8 трлн UZS). Наиболее высокие темпы прироста показали игроки с низкой базой — Oltin Yulduz Plus (+208%) и Agat Credit (+149%), а также новые участники TBC Credit и Korona.

- Рост активов сопровождался увеличением капитала: собственный капитал Tezcoin вырос до 826,8 млрд UZS (в 3,5 раза за год), Shaffof - Moliya — до 379,4 млрд UZS. Вместе с тем у лидеров прирост активов опережает капитализацию и всё больше финансируется обязательствами: **обязательства Tezcoin достигли 6,82 трлн UZS — около 89% активов**, что указывает на высокую зависимость от заёмного фондирования.

Кредитный портфель и качество активов

№	МФО	08М25	08М26	Δ г/г	NPL
1	Tezcoin	2 309,1	7 127,0	+209%	1,7%
2	Shaffof - Moliya	1 653,2	1 739,8	+5,2%	4,3%
3	Fortuna Biznes	978,4	1 167,5	+19,3%	1,6%
4	TBC Credit	0,0	1 158,2	рост с нуля	0,6%
5	Vodiy Taraqqiyot	620,4	643,8	+3,8%	1,4%
6	Delta	259,1	421,1	+62,5%	2,2%
7	Oltin Yulduz Plus	127,3	419,9	+230%	4,5%
8	Agat Credit	112,2	337,3	+201%	2,9%
9	Korona	2,9	319,6	рост с нуля	5,7%
10	Hamroh	363,4	318,0	−12,5%	1,7%

Кредитный портфель, млрд UZS; NPL — на 08М26, %.



- Структура кредитного портфеля повторяет распределение активов: на **Tezcoin приходится 7,13 трлн UZS — более трети совокупного портфеля**. Hamroh — единственная организация в десятке, сократившая портфель за год (−12,5%), тогда как Delta, Oltin Yulduz Plus и Agat Credit выросли в 1,6–3,3 раза.

- Качество активов в целом остаётся управляемым при среднем NPL по рынку 2,4%. Наиболее низкий уровень проблемных кредитов — у TBC Credit (0,6%), Vodiy Taraqqiyot (1,4%) и Fortuna Biznes (1,6%); у лидера рынка Tezcoin показатель также ниже среднего — 1,7%. **Повышенный NPL фиксируется у организаций с агрессивным ростом и более рискованными сегментами** — Korona (5,7%), Oltin Yulduz Plus (4,5%) и Shaffof - Moliya (4,3%), что требует внимания к достаточности резервов при сохранении высоких темпов выдачи.

КОНТАКТЫ И ДИСКЛЕЙМЕР

Аналитический обзор · Микрофинансовые организации · ноябрь 2026

+998 55 511 02 02

@Kapdepo

www.kapdepo.uz

Kapdepo

info@kapdepo.com

Ташкент, ул. Ойкургон, 25

ДИСКЛЕЙМЕР

Настоящий материал подготовлен исключительно в информационно-аналитических целях и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Оценки и прогнозы отражают мнение аналитиков на дату публикации и могут изменяться без предварительного уведомления. Компания не гарантирует достижение указанных результатов.

Информация, содержащаяся в данном обзоре, получена из источников, которые KAPDEPO Investment Bank считает надёжными, однако не несёт ответственности за её полноту и точность.

Прошлые результаты не являются индикатором будущей доходности. Инвестирование связано с риском потери капитала.

Настоящий материал подготовил аналитик ООО «KAPITAL-DEPOZIT» Диёр Мирполатов. Компания заявляет, что все позиции, изложенные в настоящем отчёте 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, обработки, формирования и толкования рыночной информации. Ни один из аналитиков, ни компания, ни её директора и сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчёта или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчётом.

Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчётом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчёте, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчёт, 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 Отчёт не является оценкой стоимости бизнеса компании, её активов либо ценных бумаг. Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определённой рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчёте. 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. Аналитик, 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 Отчёте, актуальны на момент публикации настоящего Отчёта. Если дата настоящего Отчёта 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.