KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY

ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРЕЗЕНТАЦИИ



ОБЗОР РЕЗУЛЬТАТОВ ЗА I-П 2026 ГОДА

«УзНИФ»

www.kapdepo.uz

Август, 2026

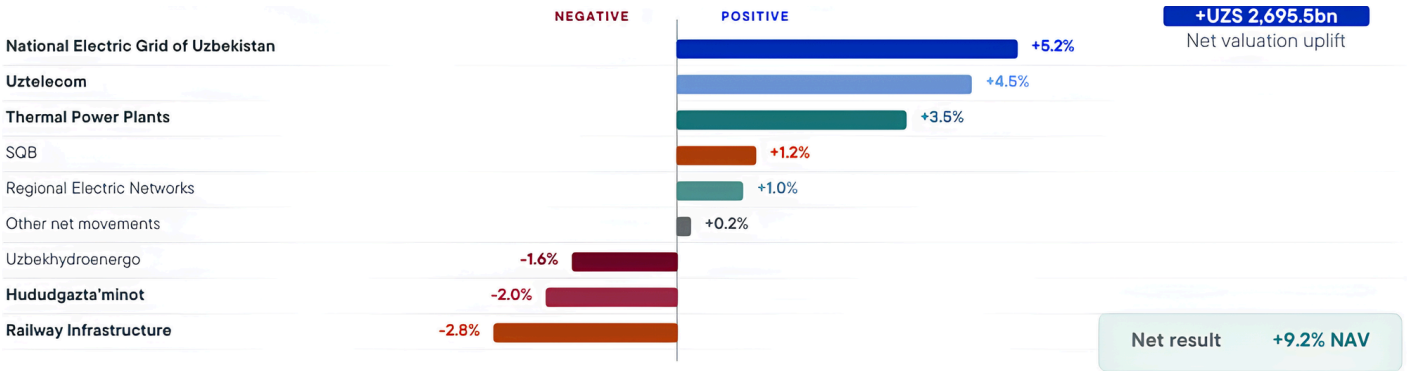
Общая динамика фонда

По итогам первого полугодия 2026 года УзНИФ сохранил положительную динамику, хотя рост чистой стоимости активов оказался заметно умереннее роста рыночных котировок. На 31 июля NAV фонда составил 31,63 трлн сумов, или около $2,63 млрд. В портфеле находились доли в 13 компаниях: четыре были представлены на Республиканской фондовой бирже «Тошкент», а девять оставались непубличными. При этом 63,6% портфеля приходилось на непубличные активы и 36,4% — на листинговые компании.

С начала 2026 года NAV на одну акцию вырос на 5,92%. На бирже ситуация выглядела значительно лучше: обыкновенные акции фонда прибавили 16,56%, а GDR на LSE — 31,0%. К концу августа GDR торговались по $36,50 при NAV около $33,72 на один GDR, то есть с премией 6,58%. Акции на местном рынке также торговались с премией к NAV — 5,78%. Это показывает, что после выхода фонда на публичный рынок инвесторы стали оценивать его активы выше, чем это отражает расчётная стоимость портфеля.

Ключевым фактором изменения NAV стала переоценка портфельных компаний. По данным независимого оценщика, совокупный чистый эффект переоценки составил около 2,70 трлн сумов, или 9,2% NAV. Наиболее сильный положительный вклад обеспечили Национальные электрические сети Узбекистана (+5,2% NAV), Узбектелеком (+4,5%) и Тепловые электрические станции (+3,5%). Ещё 1,2% добавил Узпромстройбанк, а Региональные электрические сети — 1,0%.

Вклад компаний в динамику NAV фонда



Источник: Презентация UzNIF по итогам I-п 2026 года

У Национальных электрических сетей основными драйверами стали ожидания запуска RAB-регулирования с 1 января 2027 года, снижение WACC в оценке с 16,6% до 14,6% и обновление предположений по капитальным затратам. Рост оценки Узбектелекома поддержали увеличение мобильной и фиксированной выручки, расширение EBITDA-маржи и более благоприятные макроэкономические и валютные ожидания. У Тепловых электрических станций в оценку были дополнительно включены Тахиаташская ТЭС и новая установка мощностью 300 МВт.

С другой стороны, три компании заметно снизили стоимость портфеля. Railway Infrastructure уменьшила NAV на 2,8%, Hududgazta'minot — на 2,0%, а Узбекгидроэнерго — на 1,6%. Для Railway Infrastructure главным негативным фактором стал перевод около $797 млн железнодорожного долга на компанию в рамках реструктуризации. У двух энергетических компаний давление возникло прежде всего из-за перехода от метода depreciated replacement cost к IFRS net book value при определении регулируемой активной базы.

Структура портфеля

Портфель УзНИФ остаётся достаточно концентрированным. Крупнейшими позициями на 31 июля были Узбектелеком с весом 18,3% NAV, Uzbekistan Airways — 15,2%, Узпромстройбанк — 13,5%, Узбекгидроэнерго — 13,4% и Railway Infrastructure — 11,2%. Таким образом, пять крупнейших активов сформировали около 72% NAV фонда. Так как основная часть стоимости приходится на телекоммуникации, энергетику, транспорт и банковский сектор, данная структура одновременно создаёт как потенциал для роста так и повышенную чувствительность NAV к реформам в отдельных отраслях.

Узбектелеком является крупнейшим активом фонда. По итогам I полугодия 2026 года чистая прибыль компании составила 896 млрд сумов против 10 млрд сумов годом ранее, а за последние 12 месяцев достигла 1,5 трлн сумов. Выручка выросла на 12,6%, до 5,8 трлн сумов, валовая прибыль — с 1,8 трлн до 2,4 трлн сумов. При этом убытки от отрицательных курсовых разниц сократились более чем вдвое, до 380,5 млрд сумов. В феврале 2026 года доля УзНИФ в компании была увеличена с 25% до 30%.

Результаты Узпромстройбанка также остаются сильными: чистая прибыль в I полугодии 2026 года выросла на 36,7%, до 1,1 трлн сумов, а совокупные доходы — на 83,6%, до 15,9 трлн сумов. За последние 12 месяцев прибыль достигла 2,2 трлн сумов. При этом кредитный портфель сократился на 10,7%, до 61,2 трлн сумов, а NPL снизился с 3,8% до 3,5%. Одновременно резервы под возможные кредитные убытки выросли почти в четыре раза, до 6,4 трлн сумов, что остаётся фактором риска.

Узбекгидроэнерго, напротив, завершило 2025 год слабее из-за неблагоприятной гидрологии: генерация снизилась на 21%, а выручка и чистая прибыль — на 17%. В I полугодии 2026 года ситуация улучшилась: производство электроэнергии составило 4,1 ТВт·ч, что на 15% выше аналогичного периода предыдущего года. Railway Infrastructure показала рост выручки на 21% и операционной прибыли более чем в три раза, но чистая прибыль снизилась на 41% из-за процентных расходов по переданному долгу.

Обзор полного портфеля UzNIF

Portfolio Company	Status	Sub-Sector	Holding value as of 31 July 2026 (USD mln)[1]	% UzNIF Stake	% of NAV	Rating* *(if available)*
Uztelecom	Listed	Telecommunications	481.5	30%	18.3%	BB/Positive (Fitch)
Uzbekistan Airways	Unlisted	Aviation	401.3	25%	15.2%	
SQB	Listed	Banking	356.8	40%	13.5%	BB/Stable (Fitch) BB-/Negative (S&P) Ba2/Stable (Moody's)
Uzbekhydroenergo	Unlisted	Energy Generation (Hydro)	353.4	40%**	13.4%	BB/Positive (Fitch)
Railway Infrastructure	Unlisted	Rail Infrastructure	295.4	40%	11.2%	
National Electric Grid of Uzbekistan	Unlisted	Power Transmission	281.5	40%	10.7%	
Thermal Power Plants (TPP)	Unlisted	Energy Generation	161.0	25%	6.1%	BB/Positive (Fitch)
Regional Gas Supply	Unlisted	Natural Gas Distribution	101.9	40%	3.9%	
Uzbek Commodity Exchange (UzEX)	Listed	Financial Services	89.0	40%	3.4%	B/Positive (Fitch)
Regional Electric Networks	Unlisted	Utilities (Electricity)	75.5	40%	2.9%	BB/Positive (Fitch)
Uzbekinvest	Listed	Insurance	43.7	40%	1.7%	Ba1/Stable (Moody's)
TashBus	Unlisted	Transportation	22.2	25%	0.8%	
Water Supply	Unlisted	Utilities (Water)	6.0	40%	0.2%	
Total Holdings			**2,669.1**		**101.3%**	
Net cash, receivables and liabilities					*(1.3%)*	
Fund NAV			**2,634.5**		**100.0%**	

Источник: Презентация UzNIF по итогам I-п 2026 года

Вывод

Одним из ключевых факторов для стоимости портфеля остаётся внедрение RAB-регулирования. Пять компаний, связанных с RAB, в совокупности занимают 36,9% NAV фонда. В августе были утверждены первые изменения тарифов: на генерацию электроэнергии — 8%, передачу — 18%, распределение — 4%, распределение природного газа — 28%. Поскольку решения были приняты уже после отчётной даты, в NAV на конец июня и июля они ещё не отражены. Поэтому оценивать их влияние на стоимость компаний пока рано.

УзНИФ также продолжает готовить портфельные компании к IPO. Согласно президентскому указу, до конца 2028 года на биржу планируется вывести шесть компаний из портфеля, которые в сумме составляют около 64% NAV. Пока процесс находится на подготовительном этапе: оценивается готовность компаний, уточняются требования к отчётности и корпоративному управлению, а также ведётся работа по выбору консультантов. Конкретные сроки размещений и возможный объём продаж со стороны УзНИФ пока не раскрыты.

Финансовые результаты фонда в I-полугодии 2026 года заметно улучшились. Чистый нереализованный доход от переоценки инвестиций составил 2,18 трлн сумов, а валовой дивидендный доход — 341 млрд сумов против 55 млрд сумов годом ранее. В итоге операционный доход достиг 2,52 трлн сумов, а чистая прибыль — 2,06 трлн сумов, или около $170 млн. При этом около 95% операционных расходов фонда приходится на комиссию управляющему.

В целом первое полугодие 2026 года для УзНИФ прошло достаточно успешно. Фонд увеличил NAV и дивидендные поступления, а также продолжил работу над повышением эффективности и корпоративного управления портфельных компаний. При этом значительная часть роста стоимости пришлась на переоценку активов, поэтому её не стоит воспринимать как полностью реализованный денежный результат.

Дальше многое будет зависеть от того, насколько быстро заявленные реформы перейдут в реализацию. В первую очередь это касается RAB-регулирования, подготовки компаний к IPO и улучшения результатов крупнейших активов. Если эти процессы будут продвигаться по плану, а операционные показатели компаний продолжат улучшаться, это может поддержать дальнейший рост стоимости УзНИФ и его рыночной оценки относительно NAV.

KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY



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

Настоящий материал подготовил аналитик ООО «KAPITAL-DEPOZIT» Камронбек 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.