КАРДЕПО
INVESTMENT BANK

АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ОБЗОР ЭМИТЕНТА



фото: Spot

ВНЕ ЗОНЫ СТАГНАЦИИ

«Узбектелеком»

www.kapdepo.uz

Октябрь, 2026

Обзор эмитента

«Узбектелеком» (бренд UZTELECOM) — оператор телекоммуникаций Республики Узбекистан. Компания предоставляет услуги фиксированной и мобильной связи, интернета, телевидения, дата-центров, видеонаблюдения, кибербезопасности и других цифровых услуг на всей территории страны. Обладает крупнейшей магистральной сетью связи в стране общей протяжённостью около 300 000 тыс. км. В 2024 году оптические сети компании охватывали более 98% населённых пунктов Узбекистана.

В 2025 году доли компании на рынке абонентов мобильной и фиксированной широкополосной связи составили около 30% и 87% соответственно. Компания занимает стратегическое положение, позволяющее ей использовать преимущества экономики оптоволоконных сетей и 5G, и способна оптимизировать экономику сети, обслуживая различные сегменты рынка, такие как оптовый, потребительский, малый и средний бизнес, а также госорганизации. Компания обладает значительными масштабами на рынке, стабильной рентабельностью и все более хорошо инвестированной инфраструктурой.

Международный рейтинг

Fitch Ratings

рейтинг подтвержден 11 июня 2026 года

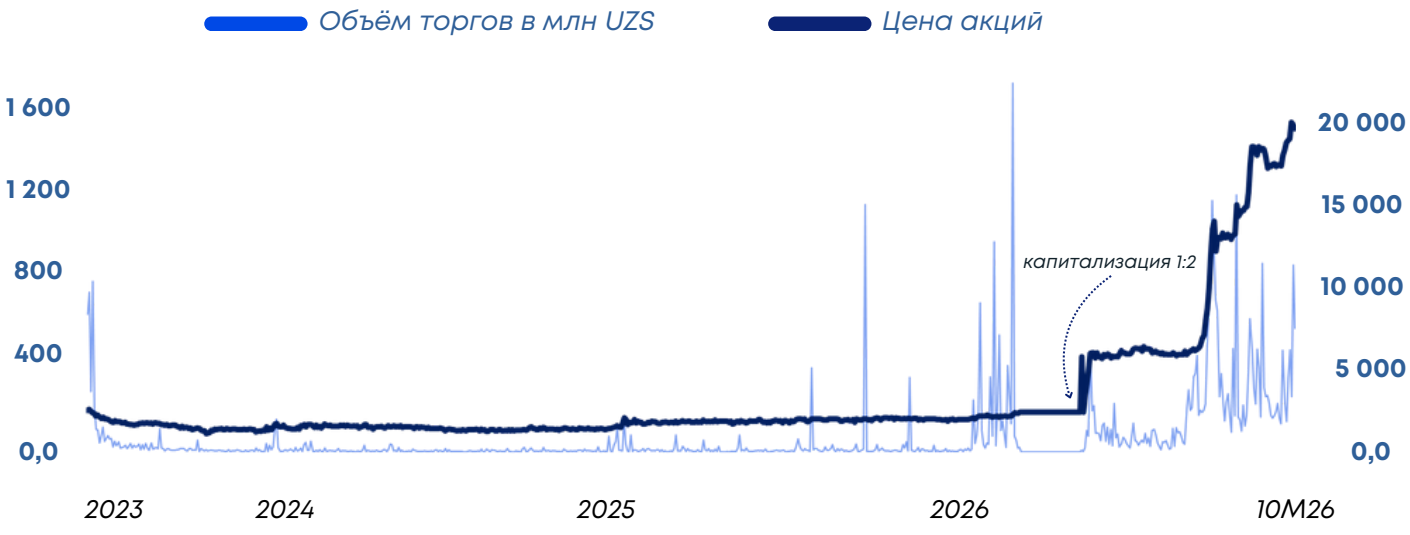
«BB» **Прогноз — «позитивный»**

Долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (IDR) в иностранной и национальной валюте

Структура акционерного капитала на 1 мая 2026 года:

Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан	62,174%
Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан	30%
Агентство по управлению государственными активами	2,033%
Юридические и физические лица (простые акции)	2,303%
Юридические и физические лица (прив. акции)	3,49%

Объём торгов и динамика рыночной стоимости акций с декабря 2023 года:



KAPDEPO INVESTMENT BANK

Финансы по НСБУ

В млрд сумах (UZS)	2023	2024	2025	2Q2026
Активы, всего	10 407	13 060	13 530	17 281
Долгосрочные инвестиции	474	635	653	2 578
Дебиторы	1 096	1 290	1 529	1 605
Денежные средства	12	40	28	17
Капитал, всего	2 444	2 487	3 030	3 282
Уставной капитал	319.7	326	326	326
Нераспределенная прибыль	28	41	590	1 487
Обязательства, всего	7 963	10 573	10 499	13 999
Долгосрочные кредиты	3 457	5 841	5 628	7 708
Долгосрочные займы	0	0	0	0
Краткосрочные кредиты	0	0	0	0
Краткосрочные займы	188	0	0	0
Чистая выручка	7 850	8 964	10 512	5 766
Себестоимость услуг	5 207	6 340	6 729	3 411
Валовая прибыль	2 643	2 624	3 783	2 355
Расходы периода	1 648	2 302	2 591	1 209
Доходы от фин. деятель.	367	1 065	963	463
Доходы в виде процентов	0,4	16	47	33
Расходы по фин. деятель.	1 520	1 455	1 652	665
Расходы в виде процентов	370	472	564	267
Прибыль до налогов	41,3	98,4	742	1 034
Чистая прибыль	25,4	41,6	590,9	896,0
Цена акций на момент формирования реестра	0	4 200	5 600	6 300
Дивиденды в течение года	0	46,55	76,3	372,6
Сумма дивидендов к прибыли	0	50%	50%	50%

В апреле 2026 года компания капитализировала прибыль в соотношении 1:2 (две дополнительные акции к каждой имеющейся). В связи с этим, цена акций была скорректирована в 3 раза, до 2 400 сумов.

Мультипликаторы	Book price	EPS	ROA	ROE	P/E	P/B
2Q2026, TTM	4 011,4	1 804,8	8,5%	45,0%	11,1	5,0

Прогноз

С точки зрения инвестора, «Узбектелеком» представляет собой стратегически значимую компанию, роль которой в развитии цифровой инфраструктуры Узбекистана будет сохраняться и усиливаться в ближайшие годы.

Благодаря сильным позициям в сегменте фиксированной связи и мобильных услуг «Узбектелеком» располагает широкой клиентской базой и устойчивым источником доходов. При этом дальнейшие перспективы компании во многом связаны с развитием инфраструктуры: обновлением сети, расширением оптоволоконного покрытия и внедрением технологий 4G/5G. Эти инвестиции позволят повысить качество связи, охватить новых пользователей и увеличить доходы от обслуживания абонентов.

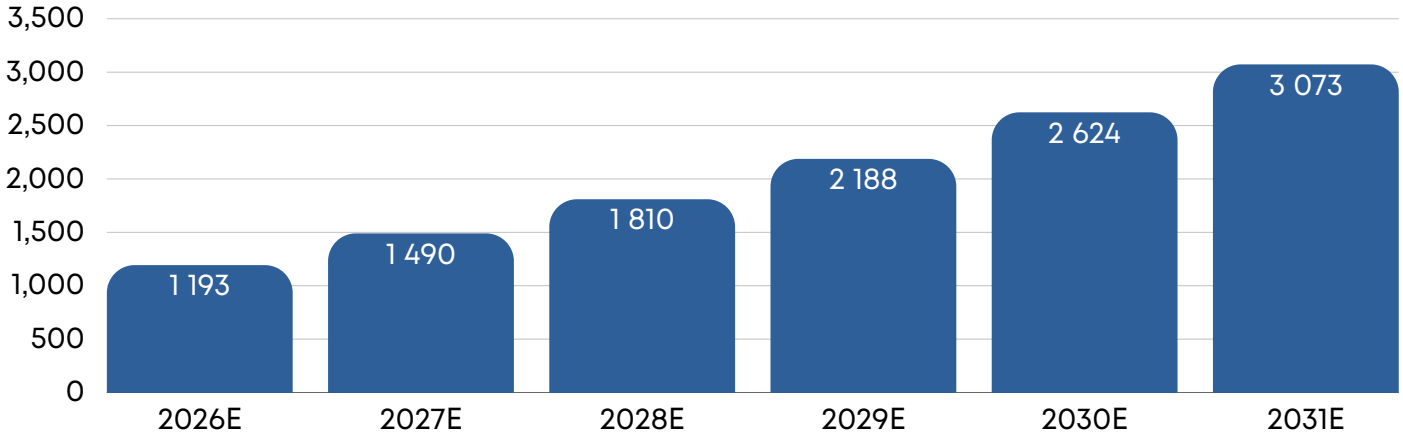
Справедливая цена акции:
≈ 23 580 UZS

Текущая цена (на середину октября/2026): 20 000 UZS.
Потенциал роста: **+17,9%**

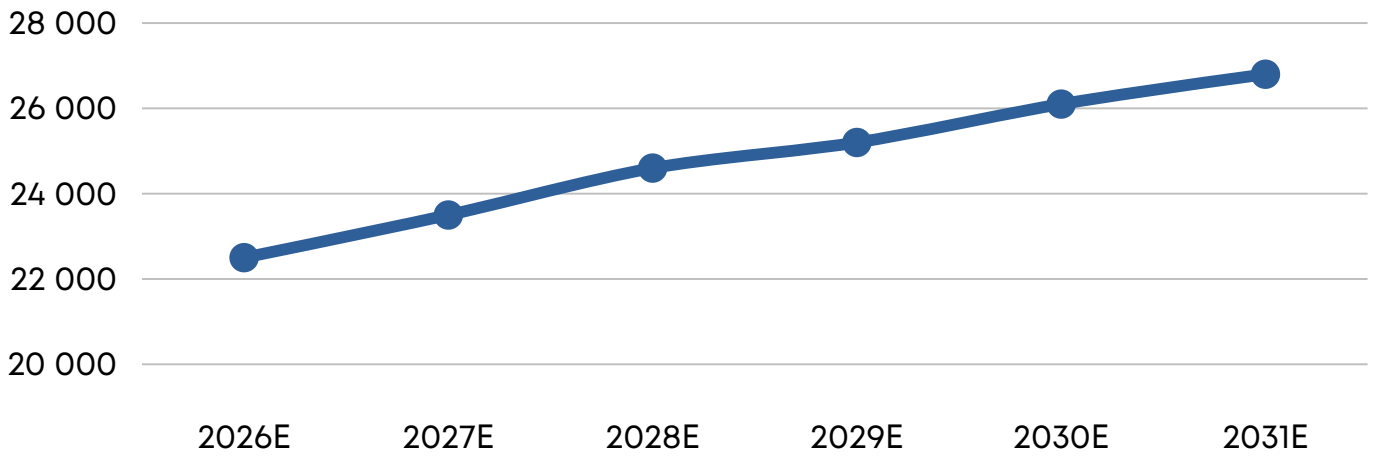
Оценка привлекательности:
Умеренно недооценён
Горизонт инвестирования: 1-2 года.

Рост «Узбектелекома» будет в значительной степени обусловлен трансформацией компании в период её нахождения в портфеле фонда.

Динамика и прогноз роста чистой прибыли, в млрд UZS



Динамика и прогноз роста простых акций, в UZS



Прогноз

В ближайшие годы развитие «Узбектелекома» будет зависеть прежде всего от того, сможет ли компания расширить сеть, улучшить качество связи и получить отдачу от вложенных средств. Спрос на мобильный интернет и передачу данных растёт, поэтому компания планирует развивать мобильную связь, фиксированный интернет и инфраструктуру для хранения и обработки данных. Это должно помочь привлечь новых абонентов и укрепить позиции как среди частных пользователей, так и среди корпоративных клиентов.

Согласно бизнес-плану на 2026–2028 годы, компания рассчитывает увеличить число пользователей мобильной связи с 9,4 млн до 13,4 млн человек, а фиксированного интернета с 2,6 млн до 3,5 млн. Для этого потребуется расширять сеть и модернизировать существующее оборудование. В частности, компания намерена улучшить качество связи и увеличить пропускную способность сети, чтобы справляться с растущей нагрузкой.

На инвестиционную программу в 2026–2028 годах планируется направить $492,03 млн. Из этой суммы $387,93 млн предполагается привлечь в виде иностранных кредитов, а оставшиеся $104,10 млн профинансировать за счёт собственных средств. Основная часть вложений пойдёт на развитие мобильной и фиксированной связи. В планах модернизация 2 669 действующих базовых станций, в том числе 726 станций с поддержкой 5G, а также строительство ещё 2 792 станций 3G и 4G. Кроме того, компания намерена расширять сеть фиксированного интернета и увеличивать пропускную способность каналов передачи данных.

Ещё одно направление инвестиций связано со строительством центров обработки и хранения данных в Ташкенте, Бухаре и Ферганской области. Их общая ёмкость должна составить 100 Пбайт. Новая инфраструктура позволит компании предлагать бизнесу и государственным организациям дополнительные услуги по хранению и обработке данных. Однако финансовый результат будет зависеть от спроса на эти услуги и того, насколько быстро компания сможет привлечь клиентов и загрузить новые мощности. Поэтому для «Узбектелекома» важно не только реализовать инвестиционную программу, но и обеспечить, чтобы вложенные средства приносили дополнительную выручку и оправдывали затраты.

Финансовые ориентиры бизнес-плана также предполагают устойчивый рост доходов от основной деятельности: с 11,8 трлн сумов в 2026 году до 13,4 трлн сумов в 2027 году и 15,4 трлн сумов в 2028 году. Это соответствует росту на 12%, 14% и 15% в год соответственно. При этом структура доходов постепенно меняется в пользу мобильной связи и передачи данных.

Вывод

На горизонте следующих нескольких лет значительная часть денежных средств будет направляться на инвестиции. При этом мы ожидаем, что отношение капитальных затрат к выручке снизится с 20% до 15% за счёт роста объёмов реализации. Мы считаем, что по мере роста бизнеса инвестиции должны занимать меньшую долю доходов компании.

По нашей DCF-модели справедливая стоимость одной обыкновенной акции составляет около 23 580 сумов. При рыночной цене 20 000 сумов это предполагает потенциал роста примерно на 18%. Мультипликатор P/E при текущей цене акции равен примерно 11,1x а при справедливой стоимости – 13,1x .

Сейчас основной вопрос для инвесторов заключается в том, насколько быстро инвестиции в инфраструктуру начнут отражаться на финансовых результатах компании. Рост абонентской базы и потребления данных создаёт предпосылки для увеличения выручки, однако сам по себе не гарантирует сопоставимого роста прибыли и денежного потока. Для этого компании необходимо поддерживать достаточную загрузку новых мощностей, контролировать операционные расходы и обеспечивать приемлемую отдачу на вложенный капитал.

При этом отклонения от бизнес-плана могут повлиять на оценку акций по нескольким направлениям. Более медленный рост абонентской базы или выручки ограничит увеличение EBITDA, тогда как превышение плановых капитальных затрат может замедлить рост свободного денежного потока. Дополнительным фактором остаётся валютный риск: ослабление сума способно увеличить расходы на обслуживание иностранных кредитов и отрицательно повлиять на чистую прибыль.

Таким образом, потенциал роста акций будет зависеть не только от расширения бизнеса, но и от качества реализации инвестиционной программы. Для подтверждения расчётной справедливой стоимости компании необходимо, чтобы рост операционных показателей сопровождался увеличением денежного потока и постепенным улучшением долговых метрик.

KAPDEPO
INVESTMENT BANK



+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.