KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY

АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ОБЗОР ЭМИТЕНТА



РОСТ ПО ВОЛЕ ФОНДА

«Узбектелеком»

www.kapdepo.uz

апрель, 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 тысяч 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 присвоен 14 ноября 2025 года

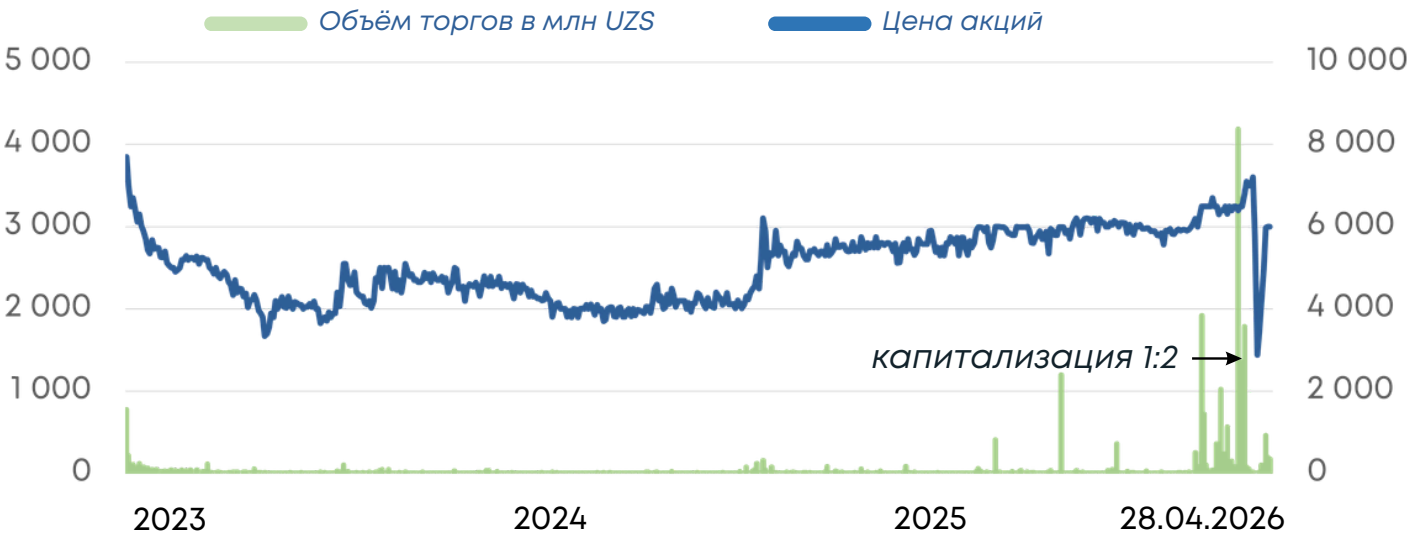
«BB» **Прогноз — «стабильный»**

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

Структура акционерного капитала на 1 января 2026 года:

Министерство экономики и финансов Республики Узбекистан	67,174%
Национальный инвестиционный фонд Республики Узбекистан	25%
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 COMPANY

Финансы по НСБУ

UZTELECOM

В млрд сумах (UZS)	2023	2024	2025	I/2026
Активы, всего	10 407	13 060	13 530	17 038
Долгосрочные инвестиции	474	635	653	2 578
Дебиторы	1 096	1 290	1 529	1 740
Денежные средства	12	40	28	42
Капитал, всего	2 444.5	2 487,2	3 030,7	3 432
Уставной капитал	319.7	326	326	326
Нераспределенная прибыль	28	41	590	1 003
Обязательства, всего	7 963	10 573	10 499	13 605
Долгосрочные кредиты	3 457	5 841	5 628	6 360
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	2 835
Себестоимость услуг	5 207	6 340	6 729	1 675
Валовая прибыль	2 643	2 624	3 783	1 159
Расходы периода	1 648	2 302	2 591	566
Доходы от фин. деятель.	367	1 065	963	261
Доходы в виде процентов	0,4	16	47	16
Расходы по фин. деятель.	1 520	1 455	1 652	422
Расходы в виде процентов	370	472	564	133
Прибыль до налогов	41,3	98,4	742	470
Чистая прибыль	25,4	41,6	590,9	412,2
Цена акций на момент формирования реестра	0	4 200	5 600	6 000*
Дивиденды по итогам года	0	46,55	76,3	-
Дивиденды к цене акций	0			-
Сумма дивидендов к прибыли	0	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
I/2026, TTM	4 194,4	1 194,4	28,5%	5,7%	5,02	1,43

KAPDEPO INVESTMENT COMPANY

Прогноз

Если смотреть на «Узбектелеком» с позиции инвестора, то это один из самых системно важных эмитентов в стране, который в ближайшие годы будет находиться в центре государственной цифровой трансформации.

Компания занимает доминирующее положение в фиксированной инфраструктуре и остается одним из лидеров мобильного рынка, что дает ей устойчивую базу спроса и предсказуемость денежного потока. При этом ключевым драйвером роста становится не только рынок, но и масштабные инвестиции в модернизацию сети, расширение оптики и развитие 4G/5G, что напрямую влияет на качество услуг, рост абонентской базы и средний чек.

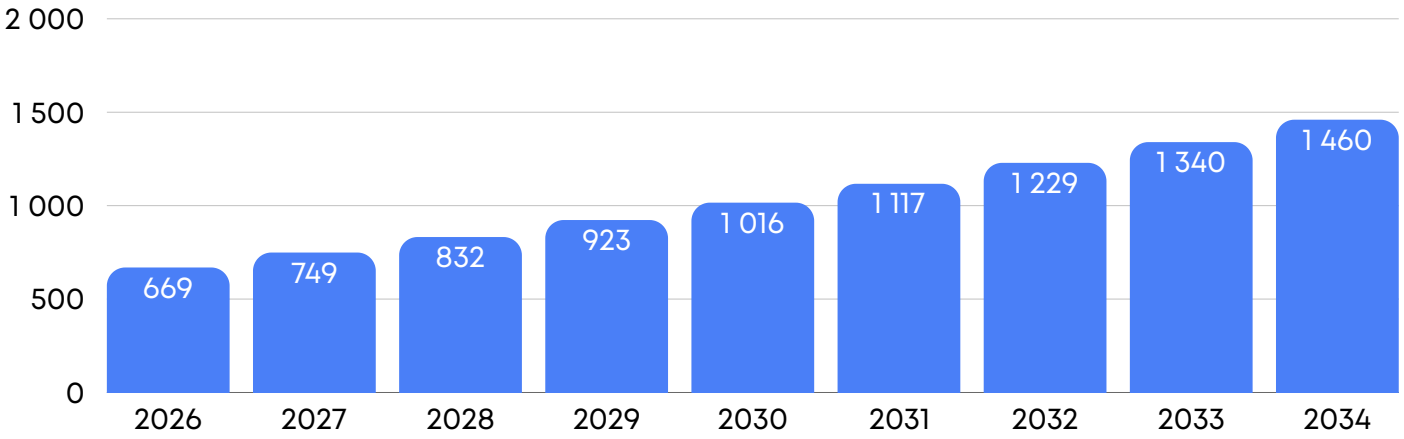
Справедливая цена акции:
≈ 10 821 UZS

Текущая цена (на конец апреля/2026):
5 700 UZS. Потенциал роста: +89,8%

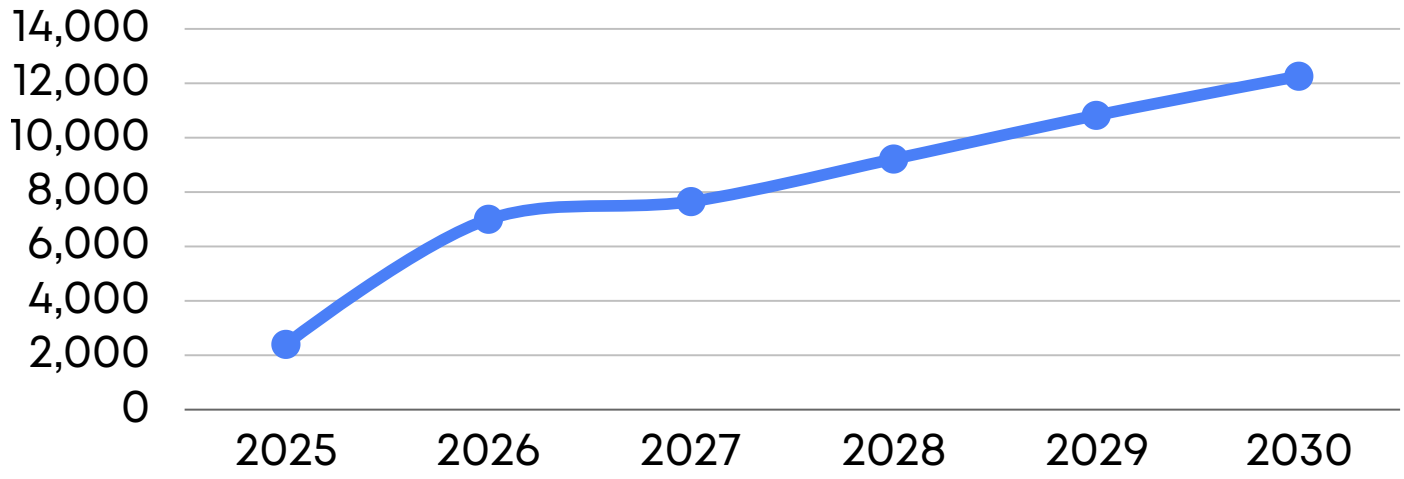
Оценка привлекательности: Покупать / Умеренно недооценён
Горизонт инвестирования: 5 лет.

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 чистой прибыли, в млрд UZS



Прогноз

Рост компании будет обеспечиваться сразу несколькими фундаментальными факторами. Во-первых, это стабильное увеличение потребления мобильного интернета и данных в стране. Во-вторых, постепенное расширение покрытия и повышение проникновения фиксированного широкополосного доступа, где позиции компании остаются практически безальтернативными. В-третьих, развитие корпоративного и государственного сегмента, включая дата-центры, цифровые сервисы, инфраструктуру информационной безопасности и стратегические проекты в рамках «Цифрового Узбекистана 2030».

Отдельно стоит подчеркнуть важную институциональную трансформацию. 30% компании теперь принадлежат Национальному инвестиционному фонду Узбекистана (УзНИФ). Фонд не является пассивным держателем акций, его задача — повышать капитализацию и эффективность активов, внедрять профессиональное управление, усиливать контроль над финансовыми показателями и качеством корпоративного управления. Обычно такие структуры активно участвуют в работе наблюдательных советов, обновляют управленческие команды и формируют KPI, которые ориентированы на рост стоимости бизнеса. Поэтому участие фонда можно рассматривать как главный стабилизирующий фактор и одновременно как ключевую опору будущего роста компании.

Финансовые ориентиры компании подтверждают позитивный тренд. Согласно бизнес-плану, «Узбектелеком» ожидает рост выручки до 11,8 трлн сумов в 2026 году, до 13,4 трлн сумов в 2027 году и до 15,4 трлн сумов в 2028 году. Такой прогноз выглядит реалистично, учитывая увеличение потребления данных, рост числа пользователей и повышение ценности услуг связи в экономике. Компания движется в сторону более технологичной модели, где растет доля мобильного сегмента, корпоративных сервисов и инфраструктурных цифровых решений.

Да, на горизонте ближайших лет давление на свободный денежный поток сохранится из-за высокой инвестиционной программы. Однако именно эти инвестиции создают основу для будущей монетизации, поскольку телеком-рынок в Узбекистане еще далек от насыщения, а технологическое обновление сети позволит компании укрепить позиции в наиболее маржинальных направлениях. Важно и то, что долговая нагрузка выглядит контролируемой, хотя валютные риски остаются заметными из-за высокой доли валютного долга при выручке в сумах. Это фактор, который инвесторы должны учитывать, но при устойчивом росте EBITDA и наличии государственной поддержки данный риск воспринимается как управляемый.

Прогноз

Наиболее интересный момент для рынка — это оценка компании со стороны Национального инвестфонда. В своем портфеле фонд оценил 30% долю в «Узбектелекоме» в $370,9 млн, что подразумевает оценку всей компании примерно в $1,236 млрд и справедливую стоимость одной акции около 18 167 сумов, при том что рыночная цена сейчас находится в районе 6 000 сумов.

Такая оценка выглядит чрезмерно оптимистичной, особенно если сравнивать с текущей ликвидностью рынка и реальными мультипликаторами региона. Но здесь важно другое: фонд фактически публично обозначил ориентир и заинтересован в том, чтобы со временем приблизить компанию к этой капитализации. А значит, давление на улучшение финансовых результатов, прозрачности и эффективности управления будет только усиливаться.

В целом прогноз по компании выглядит позитивно. «Узбектелеком» — это редкий пример эмитента, который сочетает рыночное лидерство, стратегическую роль в экономике и сильную институциональную поддержку. Основной драйвер роста в ближайшие годы будет лежать в расширении инфраструктуры, увеличении потребления данных, усилении позиций в мобильном сегменте и развитии цифровых сервисов для государства и бизнеса.

Ключевая опора компании сегодня — Национальный инвестфонд Узбекистана, который фактически становится главным заинтересованным игроком в росте капитализации и улучшении финансовых показателей. Именно этот фактор делает перспективы «Узбектелекома» особенно интересными для крупных инвесторов, ориентированных на среднесрочный горизонт.

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.