KAPDEPO
INVESTMENT COMPANY

АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ОБЗОР ЭМИТЕНТА



С ПИКА — В ПИКЕ

«Кызылкумцемент»

www.kapdepo.uz

май, 2026

Обзор эмитента

АО «Кызылкумцемент» — один из крупнейших производителей цемента в Узбекистане, входящий в состав холдинга United Cement Group. Производственная площадка расположена в Навоийской области, вблизи ключевой железнодорожной магистрали Ташкент–Самарканд–Бухара, что обеспечивает удобную логистику поставок как на внутренний рынок, так и в соседние регионы. Текущая производственная мощность предприятия составляет около 3,6 млн тонн цемента в год, при этом компания реализует проект расширения мощностей до 5,4 млн тонн.

Предприятие работает на базе технологии сухого способа производства цемента, которая считается более эффективной с точки зрения энергопотребления и операционных затрат по сравнению с традиционными мокрыми технологиями. Производственный комплекс формировался поэтапно: основные технологические линии были введены в эксплуатацию в 1977–1989 годах, при этом завод проходил модернизацию и обновление оборудования. Высокий уровень автоматизации производственного процесса позволяет поддерживать стабильные объемы выпуска и контролировать производственные издержки в условиях растущей конкуренции.

В начале 2022 года контрольный пакет акций АО «Кызылкумцемент» был приватизирован холдингом United Cement Group, зарегистрированным на Кипре. В рамках сделки инвестору было реализовано 86,92% акций предприятия за 1,89 трлн сумов, что на момент продажи соответствовало примерно $175 млн. Помимо «Кызылкумцемента», в структуру холдинга также входят АО «Кувасайцемент», АО «Бекабадцемент» и Кантский цементный завод. Ранее через «Кувасайцемент» холдинг также приватизировал завод «Кварц» в феврале 2023 года, однако в I квартале 2025 года сделка была расторгнута. После перехода под контроль UCG компания перестала выплачивать дивиденды акционерам, а последующие отчетные периоды сопровождались снижением прибыли. На этом фоне рыночная стоимость акций предприятия существенно сократилась — если ранее бумаги торговались выше 7 000 сумов (на пике - 7 755 сумов), то в последние годы котировки опускались ниже 1 000 сумов за акцию.

Международные рейтинги группы UCG

Fitch Ratings

B+ **Прогноз — «позитивный»**

рейтинг присвоен в июне 2023 года

Рейтинг встал в статус «под наблюденем» в июле 2024 года и на сегодня полностью отозван

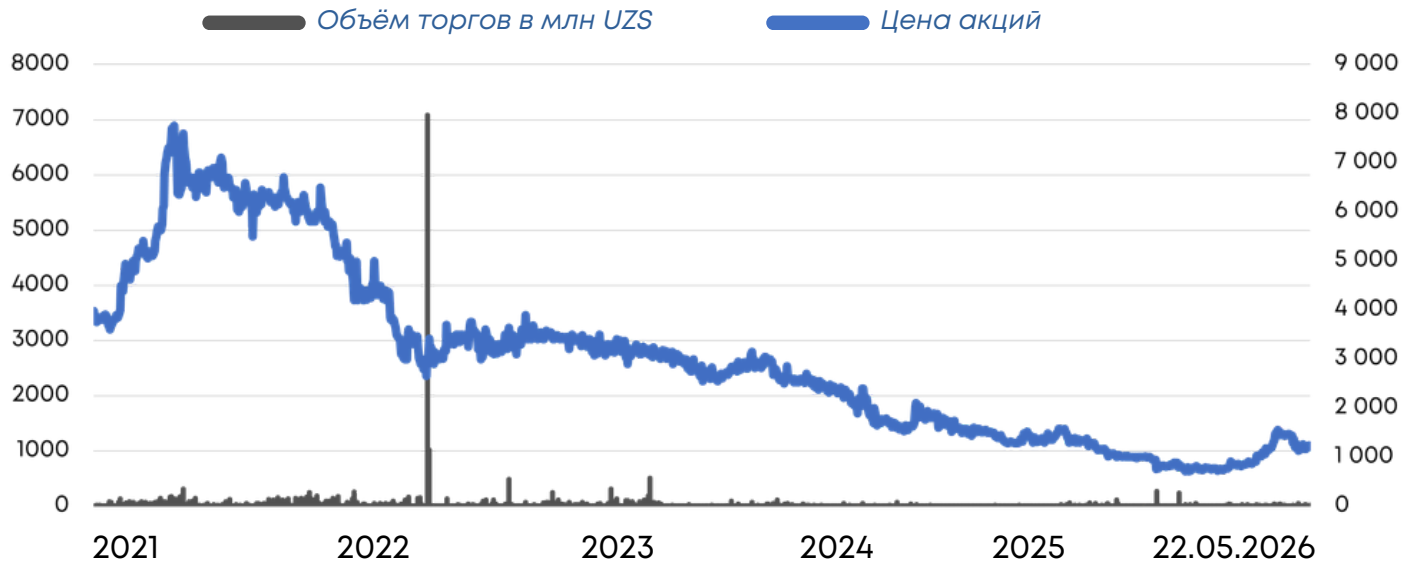
S&P Global Ratings

B+ **Прогноз — «позитивный»**

рейтинг присвоен в декабре 2022 года

Рейтинг встал в статус «под наблюденем» в ноябре 2023 года и на сегодня полностью отозван

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



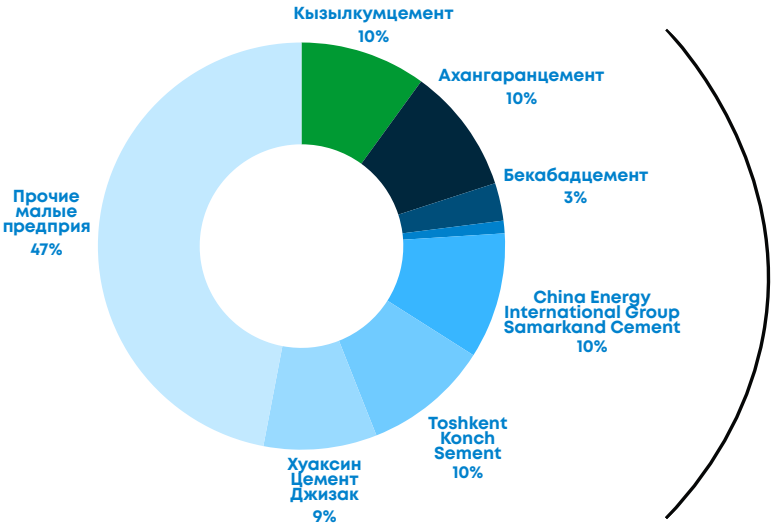
KAPDEPO INVESTMENT COMPANY

Финансы по НСБУ

В млрд сумах (UZS)	2023	2024	2025	1Q2026
Активы, всего	3 239	4 081	3 940	3 901
Долгосрочные инвестиции	278,5	625,0	628,0	628,2
Дебиторы	129,8	140,0	702,1	674,8
Денежные средства	21,0	27,4	17,1	14,3
Капитал, всего	3 030	3 029	3 020	2 987
Уставной капитал	702,6	702,6	702,6	702,6
Нераспределенная прибыль	1 806	1 807	1 808	1 775
Обязательства, всего	208,5	1 051	919,5	914,2
Долгосрочные кредиты	45,9	241,1	207,2	206,2
Долгосрочные займы	0	0	0	0
Краткосрочные кредиты	162,6	94,8	85,7	99,9
Краткосрочные займы	0	35,0	31,1	27,1
Чистая выручка	1 796	1 536	1 421	136,5
Себестоимость услуг	987,0	1 100	995,9	101,6
Валовая прибыль	809,9	436,4	425,8	34,9
Расходы периода	319,6	411,3	319,8	44,7
Доходы от фин. деятель.	94,3	28,4	43,3	13,2
Доходы в виде процентов	0,1	9,0	7,1	0,5
Расходы по фин. деятель.	67,3	65,9	166,3	37,1
Расходы в виде процентов	8,5	45,2	127,8	27,3
Прибыль до налогов	526,4	3,2	1,9	-32,8
Чистая прибыль	469,6	0,5	1,0	-32,8
Цена акций на момент формирования реестра	-	-	-	-
Дивиденды по итогам года	0	0	0	0
Дивиденды к цене акций	0	0	0	0
Сумма дивидендов к прибыли	0	0	0	0

Мультипликаторы	Book price	EPS	ROA	ROE	P/E	P/B
1Q2026, TTM	6 676,3	72,6	0,8%	1,1%	16,28	0,18

Рынок

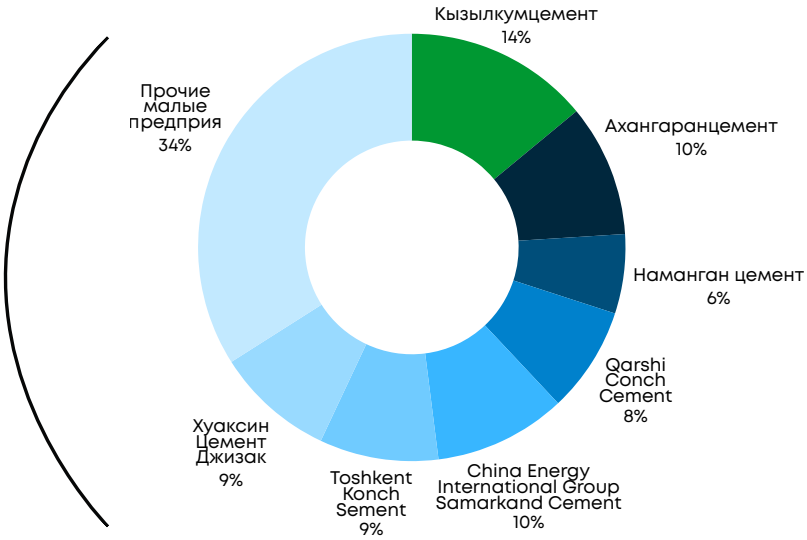


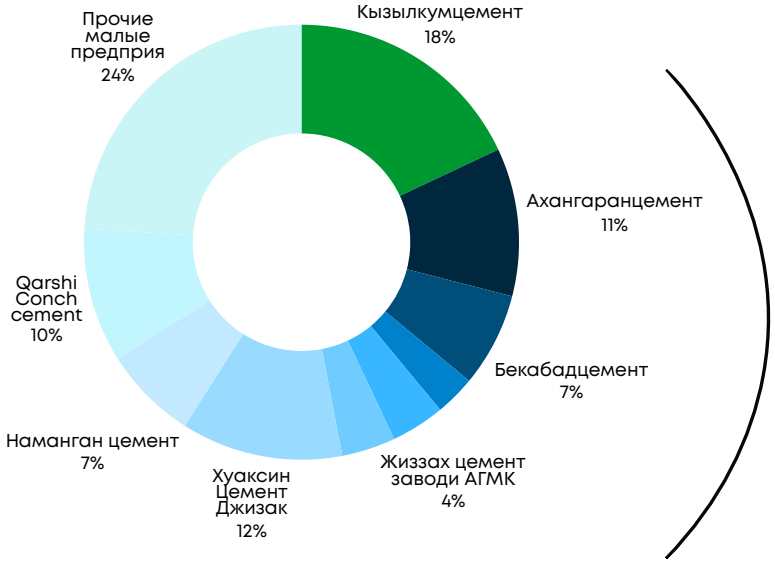
2025

По итогам 2025 года произведено 2 094 тыс. тонн цемента. Доля АО «Кызылкумцемент» среди цементных заводов Узбекистана составила 9,7%.

2024

По итогам 2024 года произведено 2452 тыс. тонн цемента. Доля АО «Кызылкумцемент» среди цементных заводов Узбекистана составила 13,7%.





2023

По итогам 2023 года произведено 2 831 тыс. тонн цемента. Доля АО «Кызылкумцемент» среди цементных заводов Узбекистана составила 18,3%.

Прогноз

С учетом текущего состояния бизнеса, деградации финансовых результатов, отсутствия дивидендов, падения объемов производства и крайне слабых результатов 2024–2026 годов, справедливая оценка акций «Кызылкумцемента» на текущий момент, по нашему базовому DCF и мультипликаторному сценарию, находится в диапазоне 950–1 350 сумов за акцию.

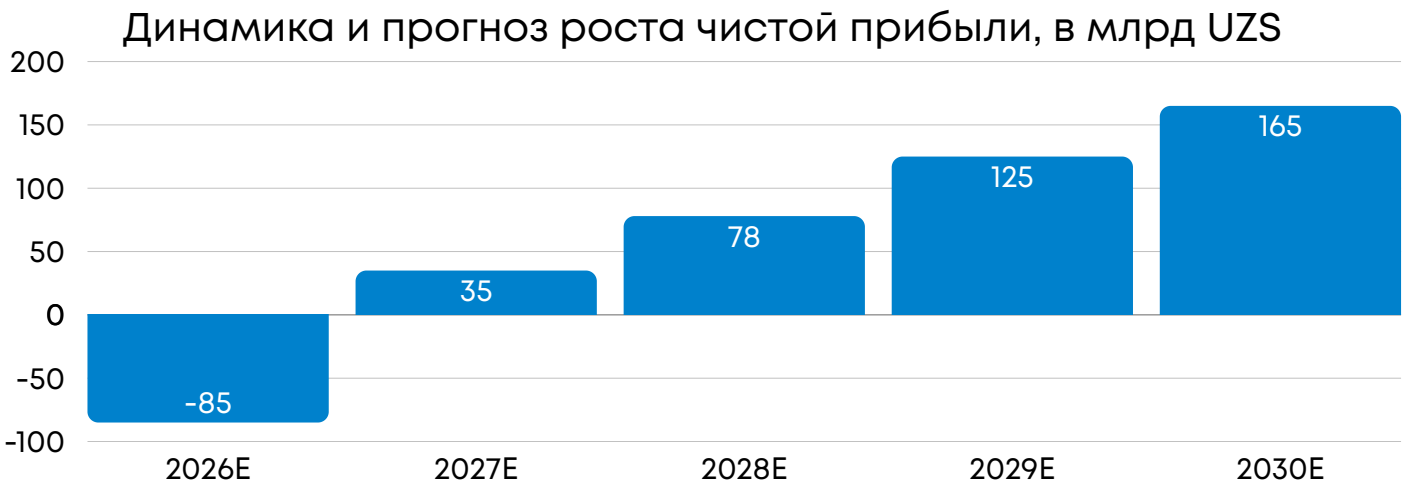
То есть рынок сейчас в целом оценивает компанию близко к ее фундаментальной стоимости. Бумага уже пережила фактически капитуляцию инвесторов - от пиковых 7 755 сумов в 2021 году акции потеряли более 80% стоимости. При этом даже текущая цена пока не выглядит выраженно дешевой относительно качества бизнеса и текущей рентабельности завода.

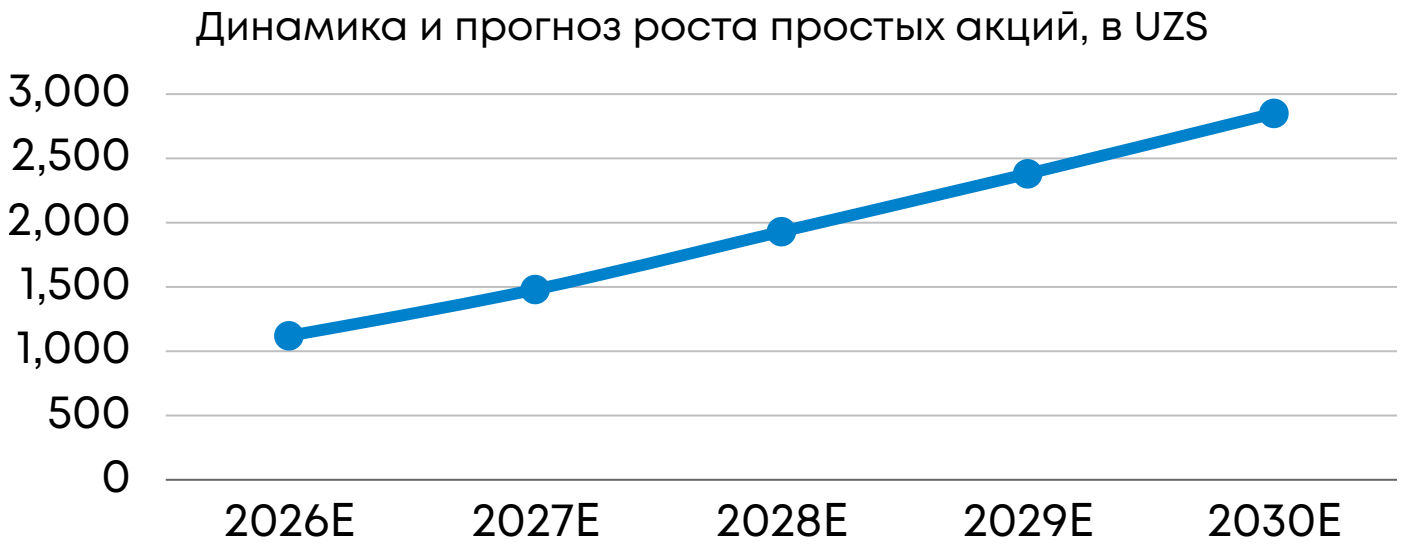
Справедливая цена акции:
= 1 121 UZS

Текущая цена (на конец мая/2026):
1 239 UZS. Потенциал падения: **-9,5%**

Оценка привлекательности:
Переоценён.

Компания остается крупным промышленным активом, но инвесторы сейчас смотрят прежде всего на способность бизнеса генерировать прибыль.





Вывод

После перехода предприятия под контроль United Cement Group компания постепенно утратила статус стабильной дивидендной промышленной истории. Формально завод сохранил крупную производственную базу и стратегическое положение на рынке строительных материалов Узбекистана, однако финансовые и операционные показатели начали заметно ухудшаться. С 2022 года предприятие перестало выплачивать дивиденды, объемы производства цемента и клинкера начали снижаться, а чистая прибыль практически исчезла. Особенно негативно выглядит разрыв между бизнес-планами и фактическими производственными результатами последних лет, что указывает на проблемы как с загрузкой мощностей, так и с общей эффективностью операционной деятельности.

Дополнительное давление оказывает сама структура цементного рынка Узбекистана. За последние годы конкуренция в отрасли существенно выросла - на рынок вышли новые китайские производственные мощности, усилилось давление со стороны региональных игроков, а маржинальность сектора заметно снизилась. Если раньше «Кызылкумцемент» воспринимался как один из доминирующих игроков отрасли, то сейчас компания постепенно теряет часть рыночных позиций на фоне более агрессивной конкурентной среды.

В ближайшие годы ключевым фактором для компании станет способность стабилизировать производство и вернуть хотя бы умеренную прибыльность. Потенциал полного восстановления до уровней 2021 года пока выглядит ограниченным. Даже при базовом сценарии рынок, скорее всего, будет требовать от компании нескольких лет стабильных результатов, восстановления денежного потока и возврата предсказуемой дивидендной политики прежде, чем акции смогут перейти к устойчивому переоцениванию вверх.

Отдельно рынок настораживает ситуация с нераспределенной прибылью. На балансе компании сохраняется достаточно крупная накопленная «нераспределенка», но при этом дивиденды не выплачиваются уже несколько лет. Когда компания удерживает внутри бизнеса большие объемы капитала, инвесторы обычно хотят видеть либо активный рост, либо сильное улучшение финансовых результатов.

Здесь произошло наоборот - прибыльность резко ухудшилась, производство снизилось, а дивиденды исчезли. Скорее всего, значительная часть средств ушла на поддержание операционной деятельности, оборотного капитала и внутренние потребности бизнеса. Цементная отрасль сама по себе тяжелая и капиталоемкая — высокие расходы на газ, электроэнергию, ремонты, сырье и обслуживание оборудования быстро съедают ликвидность при снижении загрузки мощностей. Но проблема в том, что рынок пока не видит понятной отдачи от удержания этих средств внутри компании. Именно поэтому акции продолжают торговаться с большим дисконтом к историческим уровням. На наш взгляд, главный вопрос сейчас даже не в размере текущей прибыли, а в доверии к тому, сможет ли компания снова стать понятной и предсказуемой для акционеров. Пока рынок такого сигнала не получил.

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.