

KURSIV

RESEARCH

**РЫНОК КАПИТАЛОВ В УЗБЕКИСТАНЕ:
РИСКИ И ВОЗМОЖНОСТИ**

\$

₺

₪

NDX

UZSE

LSEG

Fe

Au

ТЕЛЕФОН

Apple Inc.
(NASDAQ:AAPL)

+238%*

КОФЕ

Starbucks Corp.
(NASDAQ:SBUX)

+97%*

Brendlarga yangicha nazar soling!
Взгляните на бренды по-новому!



**Onlayn hisob
oching**
Откройте
счёт онлайн



Анастасия НОВИКОВА,
директор/главный редактор
Kursiv Research

Время изучать и покупать

Для многих людей в Узбекистане «инвестор» – слово, вызывающее ассоциации с роскошной жизнью, миллионными счетами и чем-то недоступным. А ведь на самом деле практически каждый из нас хотя бы раз в жизни выступал в роли инвестора. Покупаете доллары, опасаясь, что сум подешевеет? Приобрели автомобиль, чтобы дороже его продать? Тратите премию на золотое кольцо, считая, что оно всегда будет в цене? Вложились в квартиру и сдаете ее в аренду? Поздравляю, вы – инвестор!

Традиционные для узбекистанского рынка инструменты инвестирования, примеры которых мы все знаем, не самые выгодные на практике. Курсовая разница может быть нивелирована за счет высокой инфляции зарубежной валюты, авто требует вложений (страховка, бензин, запчасти), ювелирные изделия выйдут из моды, а ущерб квартире после арендаторов, вероятно, превысит полученный за счет сдачи жилья доход. И даже проценты по депозиту позволят в лучшем случае сохранить свои вложения (начисленное банком вознаграждение, скорее всего, «съест» та же инфляция).

Рано или поздно перед каждым человеком, который думает о завтрашнем дне, встает вопрос, как сохранить и приумножить то, что удалось заработать. И это лучший момент для знакомства с рынком капиталов, и в частности с фондовым рынком. Благо, узбекистанцам сегодня доступны невиданные ранее возможности в этой сфере.

«Народное IPO» – программа приватизации крупнейших предприятий страны, инициированная высшим руководством Узбекистана, – это отличная возможность для того, чтобы стать инвестором.

Здесь пересекаются интересы всех сторон. Государство выводит на рынок 40 предприятий, делает их открытыми и рыночными. Компании привлекают на рынке дополнительную ликвидность, необходимую для развития. Фондовый рынок оживает, а простые узбекистанцы становятся акционерами, получают дивиденды и своими деньгами помогают экономике страны. Такая перспектива очень выгодна для потенциальных инвесторов.

Но как преодолеть недоверие граждан к новому для них инструменту? Много ли нужно денег, чтобы начать инвестировать? Как разобраться в том, что представляет собой рынок ценных бумаг? Акции каких компаний покупать? Как устроены биржи? Как не попасться на удочку мошенников, которые покушаются на деньги доверчивых граждан, пользуясь их неграмотностью в этом вопросе? И на чем еще может заработать начинающий инвестор в Узбекистане? Ответы на эти и другие вопросы собрала команда журналистов и аналитиков в свежем номере Kursiv Research.

Самый известный в мире инвестор Уоррен Баффет говорит: «Кто-то сегодня сидит в тени, потому что он давно посадил дерево». Иными словами, чем раньше вы начнете инвестировать, тем скорее увидите результаты. Так что разбирайтесь в тонкостях рынка ценных бумаг – мы в этом поможем – и можно начинать следовать совету «оракула из Омахи».

Приятного чтения!



Слитки, доллары, бумага Какие инвестиции оказались самыми выгодными в Узбекистане

Kursiv Research сравнил доходность вложений в недвижимость, валюту, акции, депозиты и золото за 28 месяцев

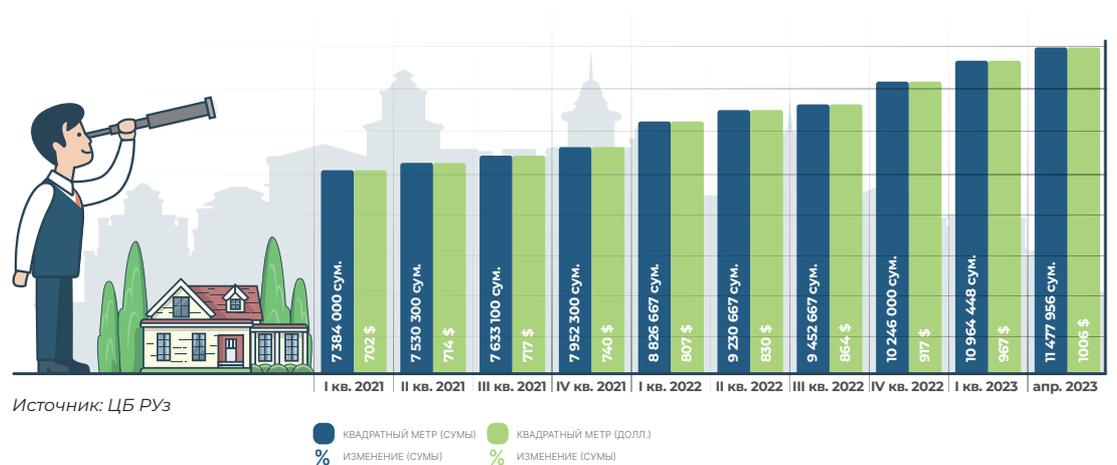
По данным исследований, узбекистанцы в целом не доверяют свободные деньги банкам, предпочитая вкладывать их в более привычные активы — золото, валюту, недвижимость, скот. Вложения в ценные бумаги остаются уделом избранных одиночек. Аналитическая команда Kursiv Research решила разобраться, какие доступные гражданам инвестиционные инструменты показали самую высокую доходность за последние 28 месяцев — с начала 2021 года по 1 мая 2023-го.

«Квадратные» инвестиции

В качестве исходной точки возьмем стоимость однокомнатной квартиры площадью 35 квадратных метров на вторичном рынке Ташкента в начале 2021 года. Столица — самое выгодное место для инвестиций в жилую недвижимость, так как здесь и цены выше, и растут они быстрее, чем в среднем по стране.

В I квартале 2021 года цена одного квадратного метра составляла 7,384 млн сумов (около \$702). Следовательно, наш капитал для инвестирования — 258,44 млн сумов. Для удобства округлим эту сумму до 260 млн сумов (примерно \$24,8 тыс.).

ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕДВИЖИМОСТЬ В ТАШКЕНТЕ



Источник: ЦБ РУз

Быстрое восстановление экономики Узбекистана в 2021 году подтолкнуло вверх рынок недвижимости, который постепенно начал приходить в себя после пандемии. Цены на вторичное жилье в Ташкенте начали с умеренного роста 1,2–2% в квартал и к концу года разогна-

лись до квартального показателя 4,2%. В 2022 году «вторичка» дорожала в среднем на 6,6% в квартал в сумовом выражении, или на 5,5% в пересчете на доллары. Эта динамика сохранилась и в I квартале 2023 года (+7% в суммах). В апреле квадратный метр уже стоил

11,4 млн сумов, или около \$1006. Рост доходности за рассматриваемый период составил 53,4% в сумовом эквиваленте, или 42% в долларовом. Купив в начале позапрошлого года однушку в Ташкенте площадью 35 квадратных метров, через 28 месяцев ее можно было бы продать с прибылью 139 млн сумов, или примерно \$10,3 тыс. С поправкой на инфляцию реальная доходность в сумах составила бы:

$$(1+53,4\%) / (1+27,1\%) - 1 = 20,7\%$$

В твердой валюте

По состоянию на 04.01.2021 курс американской валюты, установленный Центробанком Узбекистана, был 10 477 сумов. При обмене мы получили бы \$24,8 тыс.

В 2021 году доллар вырос по отношению к нацвалюте всего на 3,4%, это самый низкий показатель за три предыдущих года.

В начале весны 2022 года доллар резко пошел вверх и 18 марта пробил психологический потолок 11,5 тыс. сумов, подорожав за день на 241,61 сума, до 11571,99. За I квартал нацвалюта обесценилась на 5,3%. Чтобы предотвратить резкие колебания курса, ЦБ нарастил интервен-

ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА



Источник: ЦБ РУз

от 4 января 2021

до 1 мая 2023

ции на валютном рынке за счет накопленных за предыдущий год резервов. Финрегулятор также разрешил банкам самостоятельно устанавливать курс и менять его в течение дня. Рекордный прирост переводов из-за рубежа увеличил предложение инвалюты внутри страны. Все это позволило суму полностью отыграть падение к концу июня. С июля 2022 года доллар снова начал дорожать и уже без особых рывков вырос до 11 408 сумов к 1 мая 2023-го. Таким образом,

курсовая разница между интересующими нас датами составляет 8,8%. Обменяв обратно \$24,8 тыс., получаем около 283 млн сумов, следовательно, доход составит 23 млн сумов. С учетом инфляции доходность получается отрицательной (-14,3%). 18 марта, когда курс был максимальным, прибыль составила бы 10,2% от первоначальной суммы инвестиций, то есть 26,38 млн сумов, что также не компенсировало бы инфляцию.

Золотые горки

Узбекистанцам, желающим инвестировать в золото, сегодня доступны два инструмента — золотые слитки 999,9 пробы и памятные монеты. Цены на них ежедневно публикует на сайте Центробанк.

При обратном выкупе финрегулятор ориентируется на фиксинг LBMA. Стоимость выкупа слитков рассчитывается с дисконтом по формуле:

$$\Sigma = V \times P_{G/UZB} \times \left(1 - \frac{D}{100\%}\right)$$

где:

Σ — стоимость обратного выкупа мерного слитка из золота для оплаты в сумах;

V — вес мерного слитка из золота в граммах;

$P_{G/UZB}$ — цена за один грамм драгоценного металла, установленная Центральным банком в сумах;

D — размер дисконта, установленный Центральным банком (в процентах). Дисконт равен 1% для слитков в целой упаковке либо 2%, если упаковка повреждена.

На 4 января 2021 года слиток весом 5 граммов стоил 3,44 млн сумов, 10 граммов — 6,752 млн сумов, 20 граммов — 12,377 млн сумов и 50 граммов — 33,442 млн сумов. На стартовые 258,44 млн сумов можно было бы приобрести семь 50-граммовых слитков и два 20-граммовых, при этом 1 млн 152 сума остались бы неизрасходованными.

2021 год ознаменовался охлаждением инвесторов к главному драгоценному металлу — это объясняется стабилизацией мировой экономики и обузданием инфляции в большинстве развитых стран. За I квартал рынок просел на 16% по сравнению с началом года.

Геополитическая нестабильность, вызванная российским вторжением в Украину, подогрела инвестиционную привлекательность золота. В марте 2022 года цены вернулись к показателям

МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО



Источник: LBMA

от 4 января 2021

до 2 мая 2023

первых чисел января. Однако уже в сентябре того же года средняя цена рухнула до 2,5-летнего минимума — \$1618,2 за тройскую унцию.

В IV квартале мировой спрос на золото резко взлетел, обеспечив годовой прирост на уровне 18%, по данным World Gold Council (WGC). Восходящее ралли продолжилось и в 2023 году. Драгметалл дорожает на фоне нарастающих проблем в американской экономике. Однако в сравнении с январем 2021 года этот рост не впечатляет. По утреннему фиксингу LBMA, на 28 апреля 2023 года тройская унция золота стоила \$1982,70, один грамм — \$63,74, или 727, 2

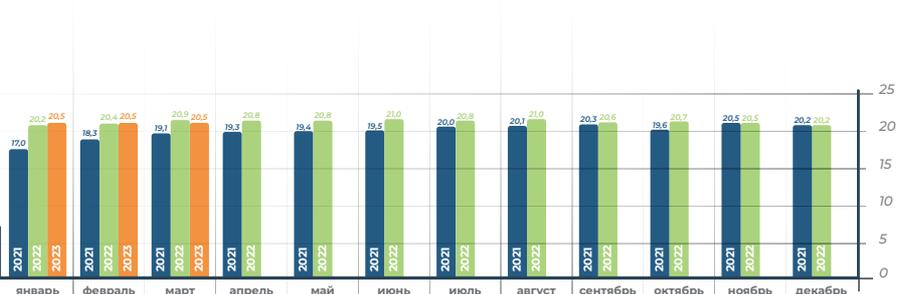
тыс. сумов. За семь 50-граммовых и два 20-граммовых слитка с учетом неизрасходованного остатка мы бы выручили около 282 млн сумов.

Прибыль — 22 млн сумов, или 8,4% от первоначальных вложений. С поправкой на инфляцию доходность получается отрицательная (-14,7%).

Банки приглашают

Согласно статистике ЦБ Узбекистана, 75% взрослого населения республики имели банковские счета на 1 января 2023 года. Это около 17,3 млн граждан. Не все из них держат свои деньги

КАК МЕНЯЛАСЬ СРЕДНЯЯ СТАВКА ПО СРОЧНЫМ ДЕПОЗИТАМ ФИЗЛИЦ В СУМАХ



Источник: ЦБ РУз

на вкладах, но общая сумма средств на таких счетах растет. По данным Центробанка, сумма срочных депозитов в национальной валюте на конец апреля 2023-го увеличилась в 1,5 раза год к году. Предположим, что инвестор разместил свои деньги на депозите в начале 2021 года. На тот момент некоторые банки предлагали 20% годовых за привлеченные средства, хотя средневзвешенная ставка по рынку была 17%. Инвестор выбрал самое выгодное предложение и отдал деньги банку на 28 месяцев. При этом у вклада не было возможности пополнения и частичного снятия. Тогда 260 млн сумов принесли доход в размере 121,33 млн, то есть у инвестора стало на 47% больше средств, чем было в начале 2021 года (+15,7% с учетом инфляции). Если предположить, что деньги от процентов были реинвестированы, можно было заработать больше.

Деньги на фишки

Для оценки инвестиций в ценные бумаги Kursiv Research выбрал пять акций, которые пользовались популярностью на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» последние пару лет. Такие бумаги называют голубыми фишками. У инвестора на начало 2021 года на счету в банке было 260 млн сумов. Допустим, он хорошо осведомлен, как работает фондовый рынок Узбекистана, и знает, что на местной бирже продаются акции ведущих компаний республики. Для выбора подходящих бумаг с целью инвестирования он зашел на сайт биржи и выбрал для себя те акции, с которыми про-

Детальное рассмотрение каждой компании показывает, что инвестор увеличил свой капитал только за счет трех эмитентов, так как их акции выросли. Речь идет о «Хамкорбанке», УзРТСБ и «Узметкомбинате». У заводов «Кварц» и «Кизилкумцемент» за это время бумаги подешевели, поэтому оказались убыточными для владельца. Акции «Хамкорбанка» за 28 месяцев подорожали в четыре раза. В начале 2021-го одну бумагу можно было приобрести за 27 сумов, а к маю 2023-го за нее давали уже 109 сумов. Увеличение стоимости наблюдалось на фоне хороших новостей. «Хамкорбанк» входит в число крупнейших в республике финучреждений и является вторым частным кредитором в РУз из более двух десятков негосударственных банков. На 1 апреля 2023 года ссудный портфель оценивался в 12,3 трлн сумов. Такое положение влияет на чистую прибыль: в I квартале 2023-го фининститут занял четвертое место среди банков по этому показателю (247,6 млрд).

В число крупных акционеров «Хамкорбанка» входят Голландский банк развития FMO (имеет долю 14,5%), Международная финансовая корпорация (7,3%) и швейцарская инвестиционная компания Respons Ability Investments (10,5%). Бумаги УзРТСБ тоже позитивно отразились на портфеле из-за роста стоимости с 8 тыс. до 20,1 тыс. сумов. Торговые площадки биржи не требуют высоких капитальных затрат, что отражается на финансовых результатах. С ростом дохода платформа увеличивает и сумму дивидендов. Можно сказать, что биржа — это местный дивидендный аристократ. В 2023 году на собрании акционеров принято решение направить 87,2%

СТОИМОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ



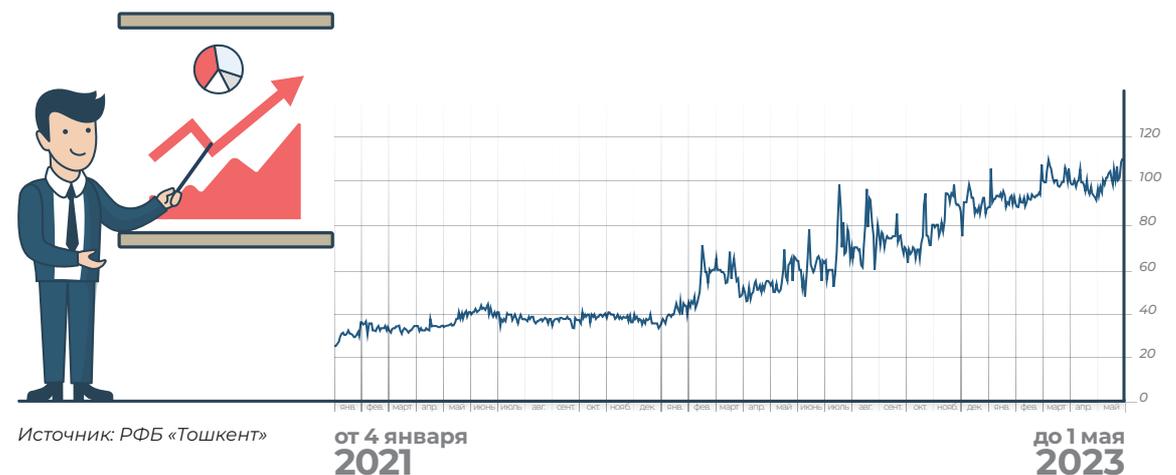
*В скобках показано число акций у инвестора на 1 мая 2023 года. Количество бумаг выросло в 11 раз в сравнении с началом 2021 года, так как компания в 2022 году направила свою накопленную прибыль в капитал. Поэтому акционеры получили по десять бонусных акций на одну имеющуюся.

ходило больше всего сделок в 2020 году. Свой портфель инвестор сформировал из простых акций «Хамкорбанка», «Кварца», «Узметкомбината», «Кизилкумцемента» и Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи (УзРТСБ). В первый торговый день 2021 года, 4 января, он приобрел эти бумаги. В каждую акцию узбекистанец решил вложить одинаковое количество средств — 52 млн сумов, то есть на все ушло

260 млн. Он также заплатил брокеру комиссию за сделки — 1% от общей суммы (2,6 млн).

Предположим, что инвестор вложил на долгий срок, верил в компании и поэтому не продавал бумаги, занимая выжидательную позицию. На 1 мая 2023 года рыночная стоимость акций составила 585,2 млн сумов. Это значит, что за 28 месяцев портфель вырос в 2,2 раза, как показано в инфографике выше.

ДИНАМИКА КОТИРОВОК АКЦИЙ «ХАМКОРБАНКА» (В СУМАХ)



от чистой прибыли на эти цели. На одну акцию выплатили 2,3 тыс. сумов. Подробнее об УзРТСБ можно прочитать в текущем номере Kursiv Research на страницах 10 и 11.

«Узметкомбинат» тоже сыграл положительную роль в росте портфеля инвестора, который купил бумаги из расчета 33 тыс. сумов за акцию. Котировки пошли вверх еще в 2021-м на новостях о том, что компания планирует увеличить мощность производства и провести публичное размещение акций. В последний торговый день того года стоимость бумаг была уже 106,5 тыс. сумов. В 2022-м компания решила направить в капитал накопленную прибыль. Такое решение вполне объяснимо с учетом планов по расширению бизнеса.

Каждый действующий акционер получил по десять бонусных акций на каждую имеющуюся. Так как число бумаг на рынке выросло, фондовая биржа пересмотрела котировальную цену, снизив ее в 11 раз. Цена закрытия 1 мая 2023 года была 8680,1 сума. О планах комбината по развитию можно прочитать на страницах 20 и 21 журнала.

Две компании из инвестпортфеля показали отрицательную динамику по котировкам. В начале 2021 года акцию стекольного завода «Кварц» можно было купить за 3,1 тыс. сумов. Для предприятия 2021-й оказался позитивным, увеличение выручки составило 37%, а прибыли — на 16,2% год к году. АО даже расщедрилось на дивиденды в размере 244 сумов на акцию.

В конце 2021-го бумаги компании торговались в районе 4,2 тыс. сумов, то есть на 35% дороже, чем в январе. В середине прошлого года было объявлено, что государство продает 89,78% долю в предприятии. На этом фоне дивиденды акционерам в 2022-м не выплачивали. В феврале 2023 года стало известно, что покупателем государственного пакета акций за 265 млрд сумов стал «Куvasайцемент». I квартал 2023-го «Кварц» завершил падением выручки на 14,7%, а прибыли — на 9,2% к аналогичному периоду 2022-го.

Компания оказалась не единственной, у кого наблюдалось снижение показателей из-за аномальных холодов и перебоев в электроснабжении прошлой зимой. При этом у «Кварца» появился серьезный конкурент. В конце ноября 2022-го президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев дал старт производству в Навоийской области на предприятии «Зарафшон Ойна». Тогда заявлялось, что потребность в строительном стекле в РУз составляет 38 млн квадратных метров в год. Новый завод способен производить 12 млн квадратных метров стекла в год, то есть может занять почти треть рынка. Стоимость проекта по запуску составила \$250 млн.

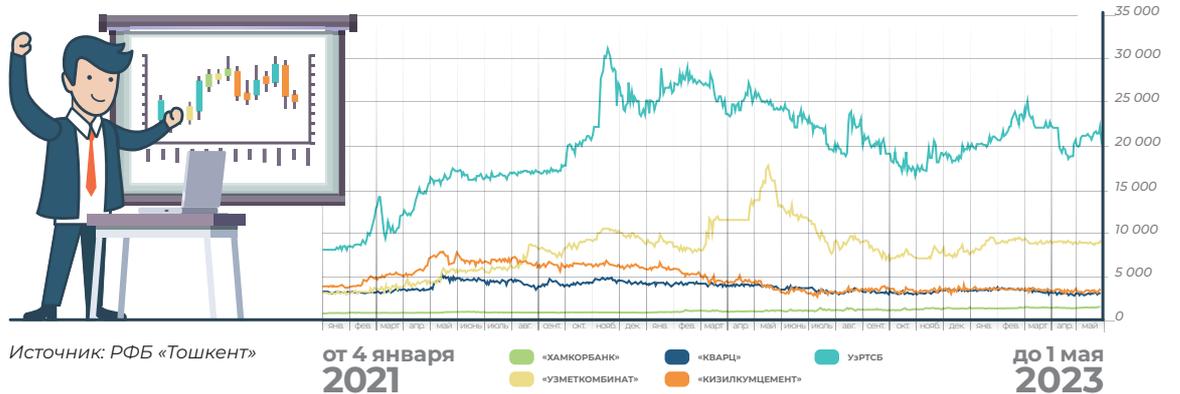
У «Кизилкумцента» поначалу все складывалось наилучшим образом. Высокий спрос на цемент в Узбекистане способствовал увеличению выручки предприятия в 2021 году. Инвесторы ждали хороших дивидендов. Все подогревало спрос на акции предприятия. Если в январе 2021 года за одну бумагу давали 4 тыс. сумов, то после майского собрания акционеров, на котором было принято решение о выплате 989 сумов на акцию, рыночная цена поднималась выше 7 тыс. за штуку. Однако позже решение о дивидендах было пересмотрено, завод оставил прибыль себе и обещал вернуться к вопросу после стабилизации финансового положения. Чистая прибыль АО в 2021 году упала в 2,6 раза. На этом фоне акции пошли вниз, и к началу мая 2023 года цена была в районе 3,4 тыс.

В конце 2021 года государство продало долю в компании холдингу United Cement Group (UCG), работающему также в Казахстане и Кыргызстане. Примечательно, что после смены контролирующего акционера миноритарным акционерам по закону должна быть сделана оферта о выкупе их бумаг, но такого предложения так и не последовало и объяснений по этому поводу тоже. Поэтому многих инвесторов разочаровала эта приватизационная сделка.

Подведем итоги. Наш потенциальный акционер также получал дивиденды. За указанный период ему начислили в целом 52,08 млн сумов. Если прибавить эту сумму к имеющимся 585,2 млн сумов, тогда получим 637,28 млн сумов. Это значит, что без учета инфляции рост портфеля составил 145%. С поправкой на инфляцию получается 92,7%, то есть почти в два раза. А если инвестор принял бы решение реинвестировать полученные дивиденды, можно было бы получить доходность еще выше.

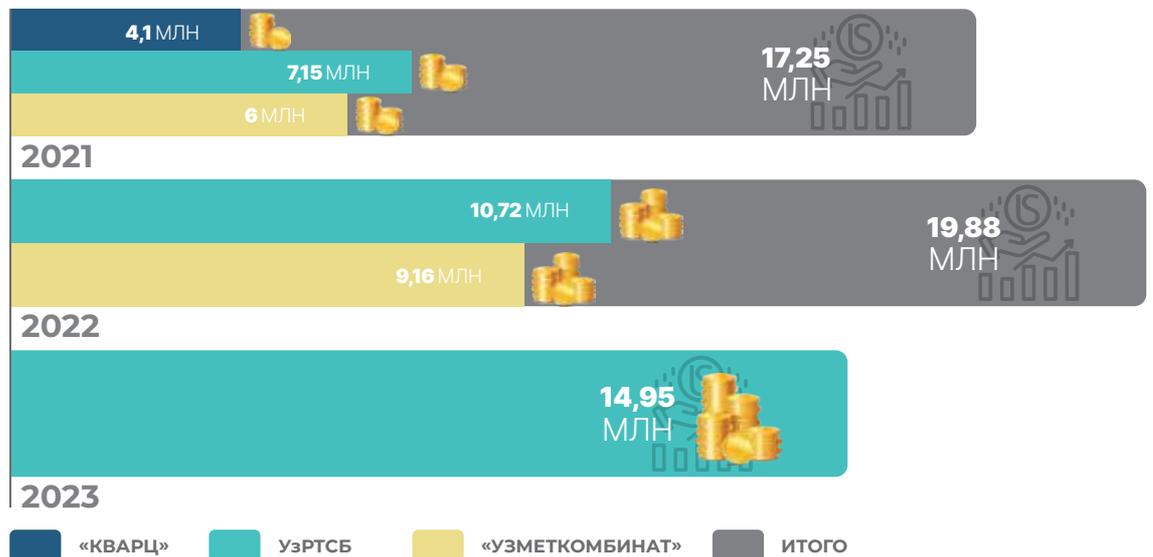
Итак, самым выгодным инструментом инвестирования оказались простые акции, на втором месте — недвижимость, бронза — у депозитов. Эти инструменты помогли не только сохранить, но и приумножить стартовый капитал. Доходность валюты и золотых слитков на выбранной дистанции оказалась существенно ниже, и ее полностью съела инфляция.

ДИНАМИКА КОТИРОВОК АКЦИЙ



Примечание: так как акций «Узметкомбината» в 2022 году стало больше, фондовая биржа скорректировала цену бумаг. Для объективной оценки стоимости акций в аналитических целях цены до 22 апреля 2022 года поделили на 11.

НАЧИСЛЕННЫЕ ДИВИДЕНДЫ



РЕЙТИНГ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

(СТАРТОВЫЙ КАПИТАЛ 260 МЛН СУМОВ НА 04.01.2021)



Помните, что инвестиции в ценные бумаги и другие финансовые инструменты — это риск, так как их стоимость может расти или падать.

Святослав ПОЛЯКОВ
Вадим ЕРЗИКОВ

Цифровая идея

«Узбектелеком» выходит на IPO

В ближайшее время консорциум андеррайтеров «Узбектелекома» начнет подписную кампанию по первичному размещению акций (IPO) цифрового гиганта на фондовом рынке Узбекистана. Планируется привлечь 2% капитала компании. Два крупнейших банка страны – Уznaцбанк и SQB – планируют использовать свои мобильные приложения и филиальную сеть для открытия брокерских счетов, чтобы как можно больше граждан смогли инвестировать. В преддверии размещения Kursiv Research сделал анализ привлекательности «Узбектелекома».

На плодородной земле

«Узбектелеком» занимает почти четверть (23%) рынка мобильной связи Узбекистана, а в сегменте домашнего интернета является лидером (83%). Свои услуги компания оказывает на внутреннем рынке, поэтому ее развитие зависит не только от популярности сервисов, но и от экономического развития страны.

Рассмотрим экономические условия и перспективы Узбекистана. В марте 2023 года агентство Fitch подтвердило рейтинг РУз на уровне «BB-» со стабильным прогнозом. Республика намерена продолжить программу экономических реформ, поэтому и у агентства прописан устойчивый сценарий. Государство будет и дальше снижать свое влияние на экономику через приватизацию и уменьшать размер бюрократического аппарата. Льготное кредитование тоже пойдет на спад для активизации конкуренции. По мнению аналитиков Fitch, дефицит электроэнергии в начале 2023 года, вялый глобальный рост и ожидаемое снижение объемов денежных переводов в республику извне замедлят рост экономики с 5,7% в 2022-м до 5,4% в 2023–2024 годах. Экспер-

ты S&P тоже уверены в стабильном рейтинге Узбекистана на отметке «BB-» (июнь 2023-го) с прогнозом по росту ВВП в среднем на 5,4% ежегодно до 2026-го. Драйверами роста являются внешняя торговля, уровень потребления, а также развитие частного сектора и деловой среды, отмечают в S&P.

Два вектора

Предстоящее IPO цифровой компании вписывается в планы Узбекистана продать часть госактивов частному сектору. Сейчас государству принадлежит 96,57% акций «Узбектелекома». На фондовом рынке реализуют 2% от уставного капитала, в результате доля государства уменьшится. В соответствии с законодательством IPO пройдет на площадке Республиканской фондовой биржи «Тошкент».

Размещение акций эмитента предусмотрено рядом постановлений президента. Консорциум, состоящий из Уznaцбанка, SQB и Portfolio Investments, стал победителем тендера по отбору организаторов IPO.

«Узбектелеком» уже имеет листинг на Респу-

бликанской фондовой бирже (РФБ) «Тошкент». Но сейчас торговая активность есть только по привилегированным акциям. За пять месяцев 2023 года с привилегированными акциями прошло 658 сделок на 119 млн сумов (около \$10 тыс.), что является весьма скромным результатом даже для рынка Узбекистана. Небольшое число акций у розничных инвесторов делает этот инструмент малоликвидным. Кроме того, привилегированные акции обычно интересуют тех, кто хочет получать фиксированный доход. На IPO выставят простые акции, а они традиционно пользуются большим спросом. Поэтому на вторичных торгах фондовой биржи может появиться ликвидный инструмент, если спрос от граждан на IPO будет высоким.

Куда пойдут средства

Деньги от IPO «Узбектелеком» планирует направить на расширение своей деятельности. Расти компании действительно есть куда. Точная сумма, которую АО хочет собрать на фондовом рынке, и цена размещения будут анонсированы позже, по итогам предварительного маркетинга

акций среди крупных инвесторов. Информацию об этом можно будет уточнить у андеррайтеров позже, поэтому желающим купить бумаги нужно следить за новостями.

Порядка 70% выручки «Узбектелекома» сейчас формируется за счет мобильной связи и услуг домашнего интернета. По итогам прошлого года компания получила выручку в размере 6,36 трлн сумов. Из них на связь приходится 2,2 трлн, или 35%, а на интернет – 1,9 трлн сумов (около 30%).

Расширяться организация намерена за счет дата-центров, которые могут стать источником дополнительного дохода. Сейчас у АО функционирует один ЦОД в Ташкенте с объемом информации 25 Пбайт. К следующему году появятся еще три с аналогичной мощностью каждый – в Ташкенте, Коканде и Бухаре. Капитальные затраты на строящиеся ЦОД – \$115,5 млн. Сейчас сервис предоставляется portalу госуслуг, образовательной платформе Kundalik и даже игре World of Tanks. Но потребность в таких центрах растет. В 2022 году выручка «Узбектелекома» от одного дата-центра почти удвоилась – с 10,8 до 20,8 млрд сумов.

По данным Statista Market Insights, объем рынка дата-центров в Узбекистане составляет \$239 млн с потенциалом роста до \$335 млн к 2027 году. Это значит, что «Узбектелеком» сейчас занимает в сегменте менее 1%. Эта цифра вырастет с запуском новых ЦОД.

Потенциал в уже освоенных сегментах тоже достаточно высок. Например, сейчас лишь часть домохозяйств РУз имеет широкополосный доступ в интернет. Масштабирование бизнеса в этом направлении позволит компании увеличить свои показатели.

Выход на смежные рынки тоже поддержит доходы АО. Компания может работать реселлером телефонов и смартфонов, выйти на рынок цифровых платежей или запустить торговую площадку e-commerce.

Что говорят цифры

На выплату дивидендов акционерам «Узбектелеком» намеревается выделять не менее 30% доходов. Однако директор Portfolio Investments **Мунир Якубов** отмечает, что компания реализует инвестиционную программу, плоды которой будут видны в ближайшие годы. Один из основных коэффициентов, на который обращают внимание инвесторы при покупке бумаг – P/E (цена/прибыль). Это соотношение означает число годовых прибылей в цене акции. Чем он ниже, тем лучше для инвестора. Высокое значение может говорить о финансовом пузыре, а низкое показывает недооцененность актива. Мунир Якубов объясняет, что для «Узбектелекома» выбрали диапазон 2-3 P/E, который практически гарантирует рост цены акции в будущем по мере открытия фондового рынка РУз для мировых инвесторов. Для сравнения: у компа-

ний Узбекистана средний P/E равен 5, у индекса Московской биржи – 6,6, а у индекса S&P 500 крупнейших компаний США – 19,29. Например, у российского «Ростелекома», специфика бизнеса которого похожа на «Узбектелеком», P/E равен 7,27.

Несмотря на существенный дисконт, андеррайтеры не рассчитывают на значительный спрос от нерезидентов на бумаги компании. Это связано с тем, что система РФБ «Тошкент» не подключена ни к одной зарубежной бирже и клиринговой системе. Для участия в торгах иностранцам требуется открывать брокерские счета в Узбекистане, что требует физического присутствия в стране.

Директор Portfolio Investments пояснил, что партнеры компании в консорциуме андеррайтеров (Узнацбанк и SQB) будут предлагать акции своим клиентам, которых насчитывается более 5 млн человек. Банки также планируют использовать собственные мобильные приложения для открытия брокерских счетов заинтересованным клиентам. Приобрести бумаги также предложат многотысячному коллективу эмитента. Со стороны АО запущено мобильное приложение «МУУТС» совместно с Jett, которое даст возможность открытия брокерских счетов онлайн и подачи онлайн-заявок на покупку акций. Поэтому розничные инвесторы могут купить до половины размещения в подписной кампании, заключил Мунир Якубов.

Вадим ЕРЗИКОВ



Биржа особого назначения

Почему бизнес выбирает Узбекскую республиканскую товарно-сырьевую биржу

Предприниматели Узбекистана все больше вовлекаются в биржевую торговлю продукцией. Это видно по результатам работы Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи (УзРТСБ), которая удерживает статус одной из самых крупных торговых площадок в Центральной Азии. Инвесторы тоже замечают потенциал компании, поэтому ее акции активно торгуются на фондовом рынке. О том, почему бизнес выбирает УзРТСБ, мы побеседовали с директором Центра по анализу товарных рынков и прогнозированию биржи Эльёром Садыковым.

Эльёр Ильмурадovich, биржевая торговля товарами в Узбекистане набирает популярность. Это отражается на количестве сделок и объемах торгов УзРТСБ. Расскажите подробнее о результатах работы площадки и причинах интереса к ней со стороны бизнеса.

– УзРТСБ осуществляет свою деятельность с 1994 года и занимает лидирующие позиции среди товарных бирж СНГ по созданной инфраструктуре, электронным торговым платформам, номенклатуре реализуемых товаров и объему торгов.

Биржа предоставляет свободный доступ к товарным ресурсам, обеспечивает прозрачность торгов и равные конкурентные условия для всех участников. При этом площадка гарантирует исполнение заключенных сделок. Почему это выгодно для бизнеса? Дело в том, что биржевые цены формируются на рыночных условиях и отражают реальную ситуацию в плане стоимости. А механизм гарантирования сделок жестко регламентирует сроки и обязательства по поставкам, позволяя участникам успешно прогнозировать свою производственную и сбытовую программу.

Президентом и правительством Узбекистана уделяется большое внимание развитию биржевой деятельности. В целях дальнейшего совершенствования биржевой деятельности с 2019 по 2023 год принято шесть постановлений главы государства и четыре постановления Кабмина. Поэтому количество реализуемых товаров исключительно посредством биржевых торгов на внутреннем рынке увеличилось с 27 до 51 наименования.

Все это влияет на объем торгов, который в 2022 году достиг 137,9 трлн сумов на всех торговых платформах биржи. Это в 3,2 раза (+94,9 трлн сумов) больше по сравнению с 2019 годом. За пять месяцев 2023 года показатель составил 57,1 трлн сумов. За последние четыре года количество субъектов, зарегистрированных на биржевых торгах, увеличилось со 188,6 тыс. до 347 тыс. единиц.

Внешнеторговый оборот УзРТСБ в 2022 году составил \$501,2 млн, что в 3,6 раза больше по сравнению с 2019 годом (+\$364,5 млн). В структуре внешнего товарооборота за 2022 год экспорт составил \$57,2 млн, а импорт – \$444 млн.

Для такого внушительного роста, должно быть, есть причины. Что помогает вам улучшать результаты работы?



Директор Центра по анализу товарных рынков и прогнозированию УзРТСБ Эльёр Садыков

– На бирже функционирует шесть торговых платформ, отвечающих современным требованиям:

- Электронная система биржевых торгов (spot.uzex.uz).
- Торговая система электронных государственных закупок (xarid.uzex.uz).
- Выставочно-ярмарочная торговля (yarmarka.uzex.uz).
- Онлайн-аукционы по реализации автономеров (avtoraqam.uzex.uz).
- Онлайн-аукционы по реализации телефонных номеров (mobilraqam.uzex.uz).
- Торговый портал по электронной логистике (e-logistika.uzex.uz).

Для создания качественных продуктов и сервисов у нас сформирована команда из квалифицированных специалистов. Разработка программ, используемых в деятельности УзРТСБ, осуществляется собственными силами компании.

Три года назад пандемия вызвала бурный всплеск интереса к разным моделям электронной коммерции, что способствовало ускоренному росту онлайн-торгов на бирже.

При этом пандемия в корне изменила наше отношение к работе, побудила нас корректировать свою модель менеджмента и ускорила реализацию некоторых уже имеющихся ИТ-проектов, что положительно отразилось на эффективности нашей деятельности.

Мы создали мощную ИТ-инфраструктуру и дата-центр, способный обеспечить

бесперебойную работу 12 электронных торговых платформ. Передовые ИТ-технологии позволяют обеспечивать отказоустойчивость торгово-расчетной инфраструктуры.

Примечательно, что в 2021 году Министерство по развитию информационных технологий и коммуникаций нашей республики наградило УзРТСБ в номинации «Самый лучший ИТ-проект в сфере электронных государственных услуг».

ИТ-инфраструктура биржи открывает для предпринимателей широкие возможности в международной торговой сети. На сегодняшний день функционирует 38 зарубежных торговых площадок УзРТСБ в Азии и Европе. Например, в мае 2023 года подписан Меморандум о взаимопонимании между нашей биржей и Даляньской товарной биржей, одной из крупнейших в Китае. Две площадки договорились совместно внедрять и развивать новые биржевые инструменты, в том числе товарные деривативы. Биржи также будут обмениваться котировками и статистическими данными, которые будут отражаться в

ОБЩИЙ ОБЪЕМ ТОВАРООБОРОТА НА ВСЕХ ТОРГОВЫХ ПЛАТФОРМАХ АО «УЗРТСБ» С 2019 ПО 2022 ГОД (МЛРД СУМОВ)



Источник: данные предоставлены УзРТСБ по запросу «Курсива»

информационных системах площадок. Это позволит предпринимателям Узбекистана и Китая оперативно получать информацию о конъюнктуре товарных рынков двух стран.

Из этого видно, что УзРТСБ открывает широкие возможности для предпринимателей. Какие еще есть плюсы для бизнеса в биржевой торговле?

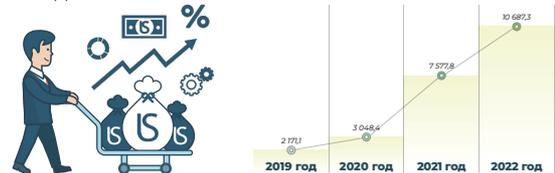
– Хотел бы остановиться на нескольких моментах. Во-первых, участники могут получить дополнительный доход за счет формирования цен на основе спроса и предложения. Торги проводятся в форме аукциона на повышение стартовой цены товара.

Во-вторых, исполнение сделок проходит путем взаиморасчетов через расчетно-клиринговую систему. УзРТСБ посредством данного механизма выступает гарантом по безусловному выполнению договорных обязательств для участников торгов.

В-третьих, есть возможность увеличения объема реализации товара с использованием разных торговых инструментов на биржевых торгах, таких как спот и форвард.

Кроме этого, через персональный кабинет клиента пользователи могут осуществлять сделки и платежи, а также мониторинг по ним в электронной форме. С помощью этой системы предприятие может сэкономить время и деньги. А при использовании клиентской базы (насчитывает более 300 тыс. покупателей) продавец имеет возможность обеспечить продвижение своей продукции не только по всей республике, но и за рубежом посредством торговых площадок.

ДИНАМИКА ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО ДОХОДА ПРОДАВЦОВ С 2019 ПО 2022 ГОД (МЛРД СУМОВ)



Источник: данные предоставлены УзРТСБ по запросу «Курсива»

Какие ключевые направления биржа намерена развивать в Узбекистане в ближайшее время?

– Продолжим работу по внедрению новых механизмов торговли, совершенствованию своих программных продуктов и качества услуг, по поддержке сервиса на уровне лучших бирж мира.

В стратегию развития Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи, разработанную с привлечением зарубежных экспертов и консалтинговых компаний, заложен ряд задач. В перечень входит модернизация IT-инфраструктуры и торговых платформ, расширение биржевых услуг, увеличение объема внешнеторговых операций, а также внедрение новых биржевых инструментов, в том числе товарных деривативов.

УзРТСБ привлекательна не только для бизнеса, но и для инвесторов. Это видно из того, что на фондовом рынке объем торгов акциями компании занимает существенную долю. Одна из причин этого – хорошее корпоративное управление. Расскажите подробнее, какие результаты это приносит.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АО «УЗРТСБ» С 2019 ПО 2022 ГОД (МЛРД СУМОВ)



Источник: данные предоставлены УзРТСБ по запросу «Курсива»

– Эффективное корпоративное управление биржи обеспечивает сбалансированность между менеджерами и акционерами, оптимизирует бизнес-процессы, повышает прозрачность деятельности общества, а также служит стабильному и устойчивому развитию компании.

Что все это значит? Добавлю несколько деталей. Например, в текущем году УзРТСБ прошла ресертификацию по стандарту ISO 9001:2015 «Система менеджмента качества», а также подтвердила соответствие требованиям международной сертификации ISO 37001:2016 «Система менеджмента противодействия коррупции». Сертификаты подтверждают высокое качество предоставляемых биржевых услуг и наличие в компании системы менеджмента противодействия коррупции, которая соответствует мировым стандартам. Это значит, что в компании эффективно выстроена система сдержек и противовесов, то есть хорошо работает корпоративное управление.

Кстати, УзРТСБ недавно отметила Национальная ассоциация инвестиционных институтов по результатам конкурса «Лучший на рынке капитала Узбекистана». Компания победила в номинации «Лучшее корпоративное управление».

Результаты хорошего корпоративного управления отражаются и на финансовых результатах АО. За 2022 год размер чистой прибыли УзРТСБ составил 197,7 млрд сумов, на выплату дивидендов акционерам направлено 87,21%, или 172,4 млрд сумов. Благодаря высокой рентабельности и непрерывному росту размера выплачиваемых

дивидендов акции УзРТСБ пользуются огромным спросом на фондовом рынке. Стоимость ценных бумаг на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» превышает их номинальную цену более чем в 30 раз. Для аудирования отчетности мы привлекли компанию «большой четверки» – Ernst&Young. Также биржа в этом году получила свой первый международный кредитный рейтинг от Fitch на уровне «В» со стабильным прогнозом.

Теперь понятно, почему акции предприятия являются единственными, которые входят в категорию «Премиум» биржевого котировального листа РФБ. А как вы оцениваете перспективы продать 2% акций УзРТСБ в ходе «Народного IPO»?

– «Народное IPO» представляет собой уникальный и социально ориентированный проект, который позволит гражданам стать владельцами акций крупных предприятий и организаций республики. Благодаря этому увеличится количество собственников ценных бумаг в Узбекистане, что в будущем позволит приумножить капитал частных инвесторов, а также сформировать финансово грамотное население республики.

УзРТСБ настойчиво старается обеспечить исполнение и рост финансовых показателей для соответствия ожиданиям своих акционеров, а также повышения доверия клиентов. Надеюсь, что инвесторы оценят преимущества УзРТСБ и реализация 2% акций в ходе «Народного IPO» пройдет успешно.

ВЫПЛАТА ДИВИДЕНДОВ АО «УЗРТСБ» С 2019 ПО 2022 ГОД (МЛРД СУМОВ)



Источник: данные предоставлены УзРТСБ по запросу «Курсива»

■ ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ ■ СУММА ДИВИДЕНДОВ

«Вредные советы»

Как начинающему инвестору не отдать деньги мошенникам

В Узбекистане недавно отремело IPO UzAuto Motors, впереди народное IPO 40 госпредприятий. На этом фоне активизировались онлайн-мошенники. Kursiv Research решил разобраться, как начинающие инвесторы могут защитить от них свои активы и данные.

Основы безопасности

Представитель Центра кибербезопасности МВД Узбекистана **Саидкамол Садиков** рассказывал журналистам, что среди основных методов, которые используют кибермошенники для кражи денег, — получение секретного кода от банковской карты через фэйковые ссылки и использование подставных сотрудников платежных систем.

Эксперт Центра правового развития (ЦСР) **Роман Шугаев** назвал Kursiv Research самую простую меру защиты данных банковской карты: не следует никому сообщать CVV и ПИН-код для доступа в мобильный банк. Специалист рекомендует всем узбекистанцам подключить двухфакторную идентификацию. «Двухфакторная аутентификация устанавливает дополнительный уровень проверки безопасности при получении доступа к своей учетной записи в мобильном банке», — подчеркнул Шугаев.

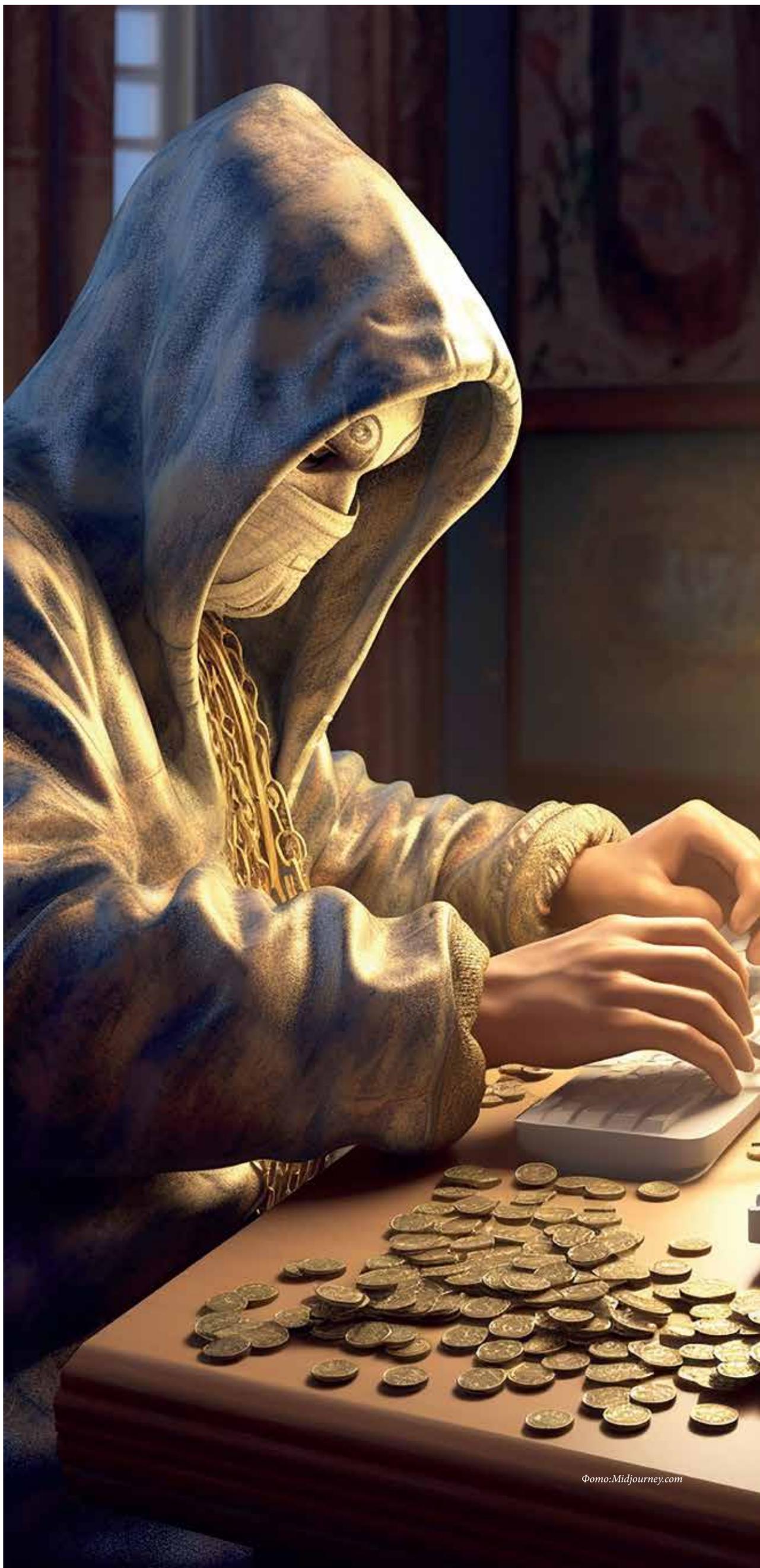
Стоит также отказаться от использования общественного Wi-Fi, поскольку злоумышленники могут отслеживать данные о банковских операциях или пользователь может «подцепить» вредоносные программы, считает эксперт.

Шугаев также советует использовать для онлайн-покупок отдельную банковскую карту или ее цифровой аналог («виртуальную» карту). Такой шаг позволит избежать аккумуляции значительных средств на отдельном счете, к которому могут получить доступ мошенники.

А настоящий ли брокер?

В начале марта нынешнего года АО «Узбекнефтегаз» опровергло новость о фэйковом IPO. Мошенники от лица компании предлагали узбекистанцам «приобрести ценные бумаги за 1 млн сумов» и получать еженедельный доход в размере 5,6 млн. Однако ситуация усугубляется тем, что «Узбекнефтегаз» действительно готовится к первичному размещению акций, а без брокера поучаствовать в IPO граждане не могут. Но как в таких условиях не попасть на мошенников?

Директор компании Premium Finance **Ойбек Кадыров** отмечает, что у «белого» брокера есть лицензия, выданная Министерством экономики



и финансов. Список инвестпосредников можно проверить на Едином портале корпоративной информации. Кроме того, брокер всегда предупреждает клиента о рисках, присутствующих на рынке.

«Мошенники обычно внушают клиентам иллюзии, чтобы увеличить поступление средств на их счет. Они гарантируют, что рисков практически нет, что доход клиента увеличится в 2-3 раза за год», — объяснил Кадыров.

Репутация прежде всего

Зампредседателя Республиканской фондовой биржи (РФБ) «Тошкент» **Абдуазимхужа Абдужабборов** рекомендует изучить отзывы клиентов о брокере.

«Исследуйте репутацию брокера и его историю на рынке. Проверьте отзывы и рекомендации других инвесторов, чтобы получить представление о надежности и качестве предоставляемых услуг», — делится опытом Абдужабборов.

Ойбек Кадыров также советует обратить внимание на то, как долго брокер работает на рынке. Фирмы-мошенники не отличаются долголетием, заработав определенную сумму денег, они обычно закрывают компанию через год. Чистого на руку инвестиционного посредника отличают понятные и прозрачные правила предоставления услуг, заметил Абдужабборов. Кроме того, нужно обратить внимание на то, как брокер обеспечивает безопасность финансовых средств инвестора.

Подготовка к народному IPO

Перед тем, как окунуться в народное IPO, Кадыров советует провести анализ акций, которые появятся на рынке.

«Из предложений IPO следует покупать только те бумаги, которые действительно привлекательны. Сейчас на рынке есть компании с коэффициентом P/E (соотношение цена/прибыль) 4 или 5. Лучше покупать новые IPO на этом уровне или меньше», — объяснил Кадыров.

Если же инвестору не хватает опыта или знаний, эксперты рекомендуют обратиться за поддержкой к финансовому консультанту или специалисту по инвестициям. Они могут помочь оценить потенциал инвестиций и принять взвешенное решение.

Как не попасться на удочку фишинговых сайтов

Наряду с классическими мошенниками в Узбекистане действуют их онлайн-собратья. По данным ГУВД Ташкента, в 2022 году количество киберпреступлений достигло 4332. Для сравне-

ния, в 2021 году в столице зафиксировали 2281 такой случай, а в 2020-м — всего 106.

Чтобы не «слить» свои конфиденциальные данные таким «инвесторам», Ойбек Кадыров советует остерегаться сайтов брокеров, которые просят у клиентов контактную информацию и адреса.

«Обычно мошенники создают онлайн-объявления и сайты только для того, чтобы собирать личную информацию клиентов. Поэтому в большинстве случаев на внешний вид (дизайн) сайтов и рекламу не обращают особого внимания. Можно увидеть множество орфографических ошибок в объявлениях и на сайтах, нерабочие ссылки и разделы», — назвал признаки мошенничества собеседник.

По словам Романа Шугаева, фишинг может принимать разные формы. Например, он может выглядеть как письмо от банка с просьбой обновить информацию.

Абдуазимхужа Абдужабборов также рекомендует проверять url-адрес сайтов на соответствие официальному домену брокера. «Белые» брокеры предоставляют четкие контактные данные — адрес, номер телефона, электронную почту.

Как грибы после дождя

Как считает Кадыров, активность мошенников связана с потребностью населения в дополнительном заработке. Интерес к фондовому рынку также подогревается зарубежными фильмами и видео в соцсетях.

«Чтобы эффективно использовать свободные средства, граждане инвестируют эти деньги в фондовый рынок», — заявил спикер.

Абдужабборов отметил, что рынок ценных бумаг предлагает потенциал для значительных прибылей. В то же время мошенники могут использовать обещания высоких доходов для привлечения людей в свои схемы.

«Повышенный интерес и вовлеченность инвесторов могут привести к увеличению числа мошеннических схем. Когда рынок становится более популярным и доступным для широкой аудитории, мошенники могут видеть в этом возможность для своих махинаций», — резюмировал Абдужабборов.

Мошенники также пользуются недостаточным уровнем финансовой грамотности узбекистанцев и присваивают деньги, представляясь настоящими посредниками. Повышенный интерес к фондовому рынку и недостаточная финграмотность создают почву для нечистых на руку людей, подытожил Кадыров.

КАК КИБЕРМОШЕННИКИ ВЫТЯГИВАЮТ ДЕНЬГИ ИЗ УЗБЕКИСТАНЦЕВ



Источник данных: Центр кибербезопасности МВД Узбекистана (данные на 23.02.23)

Александр ТЕН

ПОБЕДА турбулентного периода

Чего ждать от UzAuto Motors на фондовом рынке Узбекистана



автомобилями не только местный рынок, но и зарубежный. Самый крупный покупатель Chevrolet – это Казахстан, где проходит крупноузловая сборка (SKD).

Народная распродажа

Для своих проектов компания привлекла 56,9 млрд сумов (\$5 млн) в ходе IPO. По объему средств это публичное размещение стало крупнейшим в республике. Всего на покупку акций АО поступило 1383 заявки. Из них больше одной тысячи поступило от физлиц-резидентов. В общем объеме размещения перевес был в сторону институциональных инвесторов (80%), а граждане купили оставшиеся 20%, то есть вложили около \$1 млн. Всего удалось продать 0,29% акций компании, хотя первоначально планировалось реализовать до 5%. Из этого можно заключить, что вовлеченность граждан в данный процесс могла быть и выше.

Для проведения своего IPO UzAuto Motors привлек андеррайтера Freedom Broker. Советник генерального директора по международному развитию Freedom Holding Corp. **Валентина Макажанова** рассказала: «Прогнозировалось, что спрос на акции превысит предложение, так как товарами данной компании пользуются более трех миллионов жителей Узбекистана.

Думали, что большую часть раскупят резиденты, средний чек будет \$200–500, а в размещении поучаствуют как минимум 15–20 тысяч физических лиц». По мнению представителя Freedom Broker, это IPO показало, что необходима большая работа по просвещению. Несмотря на популярность и узнаваемость бренда UzAuto Motors, низкая финансовая грамотность и отсутствие культуры инвестирования в ценные бумаги отразились

Около 2,8 млрд сумов потратит автоконцерн UzAuto Motors на выплату дивидендов своим новым акционерам в 2023 году. Совладельцами завода стали более тысячи узбекистанцев в результате IPO, которое состоялось в феврале. Теперь бумаги компании можно купить на вторичных торгах фондовой биржи. Kursiv Research разобрался, какие перспективы есть у АО на рынке капитала.

Кто есть кто

По итогам 2022 года UzAuto Motors возглавил список автопроизводителей СНГ. С конвейера сошло рекордное число легковых машин – 327,6 тыс. Для сравнения: «АвтоВАЗ» за тот же период выпустил более 200 тыс.

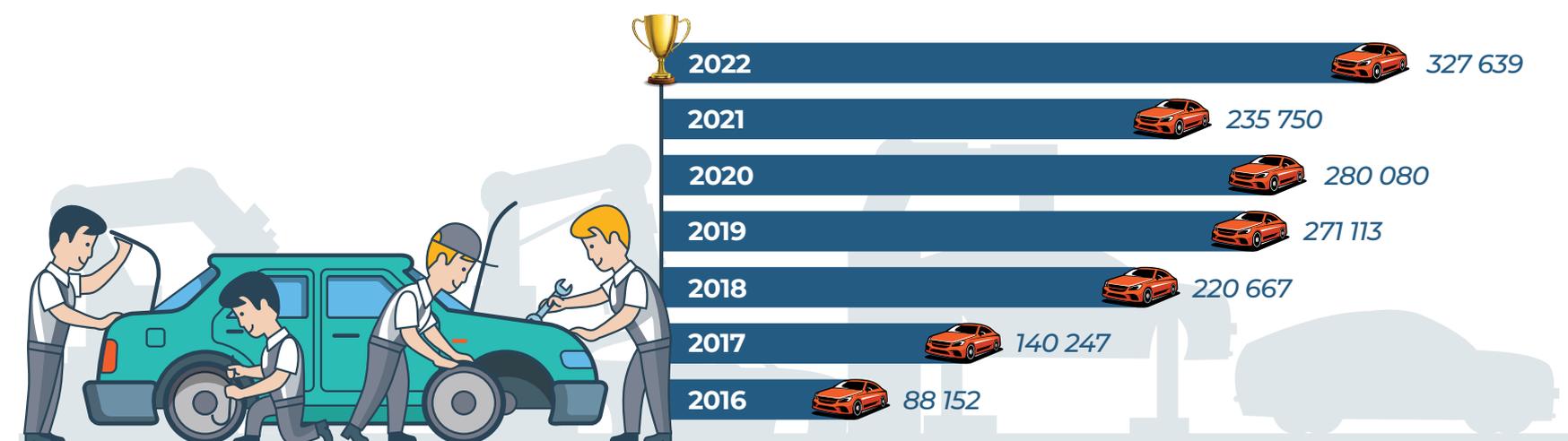
Узбекистанская компания работает в партнерстве с General Motors (GM). Соглашение с

американским автогигантом действует на основе роялти. За каждую единицу реализованной продукции предприятие платит фиксированную сумму. Завод выпускает меньше десятка моделей Chevrolet, но расширяет свою линейку. В прошлом году стартовало производство Tracker, а в феврале текущего – Onix.

Увеличение мощностей требует серьезных вложений. Новые модели собирают на глобальной платформе GM Global Emerging Markets (GEM). Для ее запуска реализовали инвестпрограмму на \$427,6 млн. Площадка позволяет производить несколько видов транспорта без внедрения дополнительных инженерных решений.

В перспективе компания планирует довести объем выпуска машин до 500 тыс. единиц в год, а затем – до 1 млн. Сейчас завод обеспечивает

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ЛЕГКОВЫХ АВТОМОБИЛЕЙ UzAuto Motors





Валентина Макажанова, советник генерального директора по международному развитию Freedom Holding Corp.



ЭТО IPO ПОКАЗАЛО, ЧТО НЕОБХОДИМА БОЛЬШАЯ РАБОТА ПО ПРОСВЕЩЕНИЮ. НЕСМОТРЯ НА ПОПУЛЯРНОСТЬ И УЗНАВАЕМОСТЬ БРЕНДА UZAUTO MOTORS, НИЗКАЯ ФИНАНСОВАЯ ГРАМОТНОСТЬ И ОТСУТСТВИЕ КУЛЬТУРЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ ОТРАЗИЛИСЬ НА РЕЗУЛЬТАТАХ. ЛЮДИ ПРОСТО НЕ РАЗОБРАЛИСЬ, КАК НА ЭТОМ ЗАРАБОТАТЬ.

на результатах. Люди просто не разобрались, как на этом заработать, считает Макажанова.

«В ожидании очередных IPO нужно уже сегодня на уровне государственных СМИ проводить PR-кампанию предстоящих размещений и разъяснять узбекистанцам, что такое IPO, для чего это делается и какие преимущества получает человек, если становится акционером крупнейших национальных компаний», – резюмировала Валентина Макажанова.

Генеральный директор Portfolio Investments **Мунир Якубов** назвал еще одну причину скромного результата IPO. По его мнению, рынок посчитал цену размещения завышенной, а время это подтвердило. «Внутренний фондовый рынок Узбекистана небольшой и неликвидный, нет никаких мостов с международными площадками, поэтому цена должна была быть соответствующей», – считает глава компании. По его мнению, хороший дисконт к стоимости размещения для внутреннего рынка помог бы увеличить спрос, а эмитент мог бы отбить всю упущенную разницу на последующем международном размещении. Но этого не произошло, что может быть хорошим уроком для других организаций, отметил Мунир Якубов.

Инвестиция со скидкой

Дисконт на акции UzAuto Motors все же был, но составил он скромные для развивающегося рынка 20%. Аналитики оценили стоимость компании почти в \$2,2 млрд с учетом прогнозов реализовать инвестиционные проекты. В расчет взяли планы по увеличению мощности производства АО до 500 тыс. автомобилей в год. С 20-процентным дисконтом цена компании была около \$1,8 млрд, а стоимость одной акции в сумах – 72,5 тыс.

В первый день торгов на бирже, 20 февраля, бумаги автоконцерна поднялись на 8,5%, а потом корректировались к 70 тыс. сумов. В марте и апреле акции компании периодами торговались по 60 тыс. за штуку и меньше. Однако после объявления о том, что АО собирается провести собрание акционеров с вопросом о дивидендах, котировки вновь превысили 70 тыс. Дивидендная политика UzAuto Motors предусматривает, что АО будет направлять на эти цели не менее 30% чистой прибыли. Как упоминалось выше, новые владельцы

бумаг в общей сложности получат 2,8 млрд в этом году, что равно 3538 сумам на акцию. Аналитики Freedom Broker уверены, что бумаги завода подходят для долгосрочного инвестирования, а их популярности будут способствовать важные корпоративные события и хорошие финансовые результаты. В будущем стоимость акции может превысить 90 тыс. за штуку. При этом отметим, что Freedom Broker является маркетмейкером по этим акциям с марта 2023 года.

Первый шаг

Государство ранее было единственным владельцем UzAuto Motors. IPO компании дало старт большой программе приватизации. В постановлении правительства за август 2022 года есть список из более двух десятков эмитентов, которые собираются привлекать деньги на фондовом рынке. В этом году президентским постановлением утверждена новая программа народного IPO 40 компаний и банков.

«Зарубежный опыт показывает, что через IPO государственных компаний можно развивать местный рынок капитала, – полагает генеральный директор Bluestone Investment Bank **Азиз Вахидов**. – Самым эффективным путем было бы привлечение иностранных фондов по крупным активам, таким как Навоийский и Алмалыкский горно-металлургические комбинаты. Продавая акции только гражданам, невозможно привлечь большие суммы. Поэтому нужны крупные фонды в качестве якорных инвесторов».

Мунир Якубов напомнил, что успех любых продаж зависит не только от качества и количества товара, но и от объема спроса на этот товар. Локальный спрос на акции очень мал – самая ликвидная акция имеет дневной оборот на РФБ «Тошкент» менее \$15–20 тыс. Решить проблему можно за счет расширения рынка, считает генеральный директор Portfolio Investments. А для прихода иностранных инвесторов нужны компании-бренды, и на эту роль подойдут вышеназванные НГМК и АГМК.

Для прихода крупных иностранных инвесторов Узбекистану необходимо также установить отношения с международными депозитариями, такими как Clearstream и Euroclear, считает Азиз Вахидов. «Если бы мы имели отношения с ними,

тогда международным фондам не обязательно было бы открывать отдельный счет в нашем Центральном депозитарии. Был бы просто зеркальный счет, а они могли бы хранить и контролировать свои ценные бумаги через свой депозитарий. У международных фондов нет времени, чтобы проходить через сложный процесс открытия счета в нашем Центральном депозитарии», – подчеркнул гендиректор Bluestone Investment Bank.

По его мнению, когда государственные компании Узбекистана покажут пример успешных IPO, тогда мы увидим на рынке и частных игроков, которые будут привлекать капитал таким способом.

ДИНАМИКА КОТИРОВОК АКЦИЙ UzAuto Motors (ЦЕНА IPO НА 15.02.2023 72 500 СУМОВ)



Источник: РФБ «Тошкент»

от 15 февраля
2023

до 9 июня
2023

Вадим ЕРЗИКОВ

РИСК — благородное дело

Как устроен рынок венчурного капитала в Узбекистане

Венчурные инвесторы — те, кто финансирует перспективные проекты, сопряженные с высокими рисками. Эти вложения необходимы, например стартапам. Насколько в Узбекистане развит рынок такого инвестирования, с какими проблемами он сталкивается — «Курсив» поговорил на эти темы с экспертами.



Дильшод Зуфаров, глава Ассоциации венчурного инвестирования Узбекистана

Ассоциация венчурного инвестирования Узбекистана создана в 2020 году.

Ее цель — содействие развитию рынка венчурного капитала в стране. Организация работает в пяти направлениях: образование, исследования, защита интересов инвесторов, промоушн-продвижение и корпоративные инновации.

Кто есть кто

Венчурная экосистема Узбекистана состоит из нескольких элементов. Основные из них — фонды, стартапы, инкубаторы и акселераторы, а также так называемые «бизнес-ангелы».

Глава Ассоциации венчурного инвестирования Узбекистана **Дильшод Зуфаров** рассказал «Курсиву», что за последние несколько лет в Узбекистане выросло число фондов и сделок.

Если раньше на рынке насчитывалась пара игроков, то теперь их стало больше, причем речь идет не только о международных, но и о локальных организациях. Государственный венчурный фонд UzVC, корпоративные Aloqa Ventures и UZCARD Ventures, частный Semurg VC начали инвестиционные сделки.

В стране увеличивается число инкубационных и акселерационных программ для стартапов. Зуфаров назвал организацию неблагодарным в финансовом плане делом, но отметил ее важность для рынка.

«Технологический бизнес гораздо сложнее классического. Нужно не только разбираться в IT, но и понимать поведение людей, формировать новые рынки и уметь нащупывать те «боли», с которыми сталкиваются потреби-

тели, — пояснил Дильшод Зуфаров. — Плюс необходимо быть готовым к высокой конкуренции в некоторых отраслях.

Инкубаторы и акселераторы позволяют стартапам приобрести для всего этого знания и навыки».

Стартапов в Узбекистане сегодня насчитывается до 1,2 тыс. Большинство из них находится на самой ранней стадии развития. Такие инициативы пока еще не могут привлечь внимание фондов.

В этой ситуации у стартаперов два выхода: либо получать гранты международных и местных организаций, либо привлекать инвестиции так называемых «бизнес-ангелов». С последним, впрочем, в Узбекистане сложности.

«У нас пока не сформирована культура венчурного и «ангельского» инвестирования. Среди вкладчиков про ту сферу мало кто знает, поэтому к ней нет особого доверия», — сказал собеседник «Курсива».

Он сослался на зарубежный опыт: в технологически развитых странах государство или донорские организации в 1960–1970-х годах предоставляли «бизнес-ангелам» субсидии для стимулирования к инвестициям.

Рынок созревает

В мире постепенно просыпается интерес к венчурному рынку Узбекистана, рассказал «Курсиву» инвестиционный директор американского фонда I2BF Global Ventures **Денис Кальшкин**. Он год проработал в Узбекистане, где реализовывал проект по обучению венчурной аналитике основателей стартапов и инвесторов.



Денис Кальшкин, директор американского фонда I2BF Global Ventures

I2BF Global Ventures — венчурный фонд, работающий на рынке США 15 лет. Среди компаний, в которые инвестировала организация, есть стартапы, основанные выходцами из Казахстана.

По словам Кальшкина, международные венчурные фонды делают первые инвестиции в узбекские стартапы. Некоторые из местных проектов уже попали в известные мировые акселераторы. Однако рынок все еще находится на ранней стадии развития: его уровень примерно соответствует тому, который был в Казахстане десять лет назад.

«Это нормально, ситуация в будущем изменится. Но пока что существующие на рынке стартапы не попадают в наш инвестиционный фокус», — заметил собеседник «Курсива».

При этом Кальшкин заявил о позитивной роли IT-Парка, акселераторов и коворкинг-центров, которые начали появляться в стране. «Для созревания рынка нужно время, текущая

экосистема создает фундамент для будущих «единорогов» (компаний стоимостью свыше \$1 млрд)», — сказал представитель I2BF Global Ventures.

Даешь частные фонды

Что может ускорить развитие экосистемы венчурного капитала в стране? На этот вопрос опрошенные «Курсивом» эксперты дали несколько ответов. Дильшод Зуфаров обратил внимание на то, что рынок венчурного капитала формируют частники. Поэтому государственные фонды не должны напрямую инвестировать в стартапы. Их миссия в увеличении числа частных венчурных фондов и «бизнес-ангелов».

Именно по такому пути решили пойти в Национальном венчурном фонде Узбекистана (UzVC), рассказал «Курсиву» его инвестиционный директор **Махсуд Юсупов**.

В UzVC отметили, что такой механизм позволит решить проблемы, связанные с отсутствием опыта у местных венчурных фондов и с выходом стартапов на международные рынки.

Свидетельства того, что локальные разработки могут рассчитывать на признание за рубежом, есть. Портфельные компании UzVC уже работают на иностранных рынках: Modme — в Индонезии, TASS VISION — в Грузии, Казахстане и Киргизии. Ожидается, что на привлечение иностранных венчурных фондов UzVC получит от государства около \$30 млн.

Выгодный курс

Среди причин, которые тормозят развитие рынка венчурного капитала в Узбекистане, Махсуд Юсупов выделил особенности национальной экономики.

«За рубежом возвратность активов, которые хранятся в недвижимости или ценных бумагах, не превышает 15%, венчурные инвестиции дают прирост в 30%. Поэтому они пользуются популярностью. А в Узбекистане процентные ставки сами по себе высоки — до 20%», — пояснил Юсупов. Сейчас Центробанк страны придержи-



Махсуд Юсупов, директор инвестиционного венчурного фонда

Национальный венчурный фонд Узбекистана учрежден постановлением Кабинета министров в 2021 году. Это государственный агент по развитию венчурного капитала и одновременно фонд, который инвестирует в местные стартапы.

вается политики инфляционного таргетирования. Это способствует снижению процентных ставок в долгосрочной перспективе. По мнению Юсупова, нужно сохранить такой курс и продолжать обеспечивать независимость ЦБ.

Растить инвестиционных аналитиков

Венчурным инвестициям необходимо учиться. По словам Дильшода Зуфарова, в Узбекистане есть три группы населения, для которых это целесообразно.

Во-первых, студенты направлений финансовой аналитики и бизнес-менеджмента. В их среде формируется кадровый резерв для рынка.

Во-вторых, руководство частных корпораций, поскольку именно такие структуры «могут выделить семизначную сумму для венчурного инвестирования».

И, наконец, такое образование пригодится IT-предпринимателям. У них есть компетенции для оценки технологических проектов, но зачастую не хватает финансовых знаний.

По мысли собеседника «Курсива», обучение этих слоев населения позволит сформировать в Узбекистане культуру венчурного инвестирования с понятными правилами игры.

Просвещение развивает рынок

Ускорить развитие венчурного рынка может широкое информирование населения о перспективах создания и продвижения стартапов, считает Денис Калышкин.

«Что хорошо в Узбекистане: президент постоянно говорит об IT. В итоге в каждом уголке страны родители отдают детей учиться на IT-направления. Нужно, чтобы слово «стартап» звучало столь же громко и часто», — пояснил он.

Собеседник «Курсива» предложил снять на эту тему фильм или несколько передач на узбекском языке, чтобы привлечь внимание не отдельных энтузиастов, а широких масс населения.

Калышкин добавил, что философия стартапов и венчурного инвестирования соответствует как мусульманским принципам, так и особенностям мировоззрения жителей Узбекистана. В этом бизнесе важны разделение рисков между предпринимателем и инвестором, нацеленность на долгосрочный результат и создание ценностей для общества, система наставничества и навыки торговли.

Дарья БАРАКИНА





ДИНАМИЧНЫЙ РЫНОК нуждается в улучшениях

Председатель правления Республиканской фондовой биржи «Тошкент» Георгий Паресишвили рассказал о рынке Узбекистана и перспективах его развития.

Георгий Отарович, в конце января 2023 года вас утвердили на должность председателя правления Республиканской фондовой биржи (РФБ) «Тошкент». Ранее около полугода вы были исполняющим обязанности на этом посту. Расскажите, пожалуйста, о своем опыте в сфере финансов.

– Большую часть жизни я работал в коммерческих и инвестиционных банках. Начал карьеру в

Грузии еще в 1995 году. После окончания экономического факультета Тбилисского государственного университета работал в грузино-американском банке «Абсолют» валютным дилером, позже – руководителем казначейства банка, потом в немецком «Микрокредитбанке» внутренним аудитором. Затем уехал учиться в США, окончил магистратуру по бизнес-управлению (MBA).

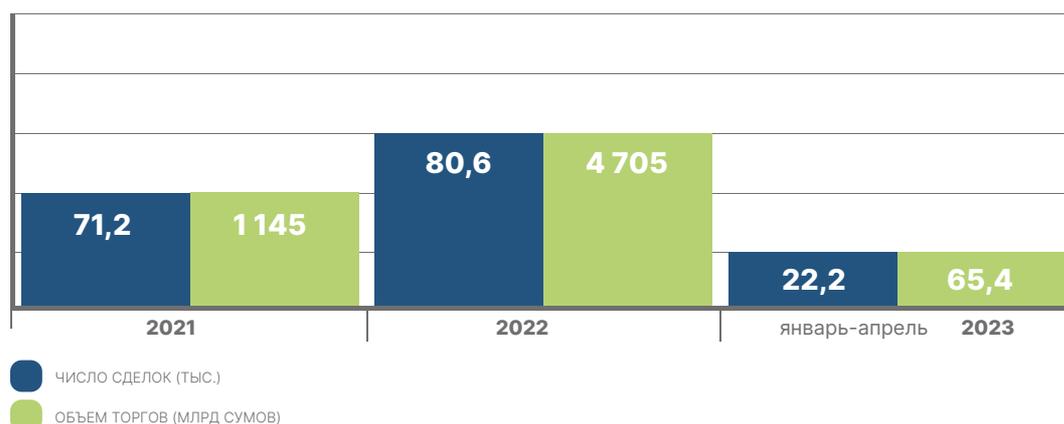
В результате остался работать в Америке и устроился в инвестиционный банк Credit Suisse First Boston. Проработал там пару лет, потом

меня перевели в Лондон, в тот же банк. Там я был трейдером, торговал облигациями. Затем вернулся в Грузию и работал в Банке Грузии. Мы многое сделали в этом банке, в том числе вывели его на Лондонскую фондовую биржу. Это было самое первое международное IPO акций из Закавказья. Размещение оказалось очень успешным – за полгода цена акций банка выросла с \$17 до \$42. После финансового кризиса 2008 года я перешел в дочерний банк французского Societe Generale, который назывался Bank Republic. Там я был заместителем председателя правления.

Потом работал в Liberty Bank, тоже заместителем председателя правления, затем ушел в Tera Bank, где управлял розничным и корпоративным бизнесом банка. За короткий промежуток времени между этими банками успел создать свою компанию по управлению активами состоятельных людей в Грузии и за границей. После работы коммерческим директором в Tera Bank стал председателем правления Грузинской фондовой биржи и занимал этот пост почти восемь лет, параллельно был председателем наблюдательного совета Грузинского центрального депозитария ценных бумаг. Самым большим моим достижением на этой позиции считаю то, что мы полностью обновили торговую систему биржи и клирингово-расчетную систему центрального депозитария, а также завели в Грузию компанию Clearstream. Это всемирно известный международный Центральный депозитарий, в котором инвесторы практически со всего мира хранят ценные бумаги на разных рынках. В результате получилось, что мы дали прямой доступ на местный рынок

СДЕЛКИ С АКЦИЯМИ НА РФБ

Источник: РФБ «Тошкент»



ценных бумаг практически любому иностранному инвестору.

Видно, что вы имеете достаточно солидный опыт в финансовой сфере. Какие ваши навыки помогут Узбекистану развиваться?

– Надеюсь, что полезными для моей работы в Узбекистане окажутся мои знания и опыт работы как на развитых западных рынках, так и на рынках постсоветского пространства. У последних есть своя специфика – они отличаются малоликвидностью и высокими рисками (экономическими, политическими, инфраструктурными) для инвесторов и они все так или иначе связаны общим советским прошлым, поэтому их законодательство и регуляции также, как и проблемы, очень часто похожи.

Из-за вышеупомянутого опыта, думаю, мне легче понять существующие у нас в стране вызовы, что и как нам нужно исправить, чтобы рынок ценных бумаг в Узбекистане стал таким же интересным, ликвидным и привлекательным, как и в развитых странах.

Какими проектами вы сейчас занимаетесь на РФБ?

– На фондовой бирже мы работаем над несколькими приоритетными направлениями. Самый главный проект, которым мы занимаемся, касается привлечения зарубежных инвесторов на местный фондовый рынок. Хотим в первую очередь заинтересовать крупных инвесторов, например, пенсионные и паевые инвестиционные фонды, хедж-фонды, банки и их клиентов. Для этого нам нужно сделать link (связь) между западным и местным рынками ценных бумаг. Очень активно в этом направлении работаем с Clearstream и с несколькими иностранными банками. Надеемся, что после завершения этого большого и важного проекта мы увидим гораздо большее число иностранных инвесторов на узбекском фондовом рынке, что будет способствовать его росту.

Я настроен оптимистично в этом плане и надеюсь на прогресс. Сначала мы откроем доступ для иностранных инвесторов на рынок госбумаг, потому что именно с них обычно начинают инвестировать в ценные бумаги страны. Например, тот же Clearstream сначала открывает доступ для своих клиентов именно на этот рынок, а потом уже на все остальные. То есть реально это не наш выбор, а выбор большинства иностранных инвесторов.

Параллельно с упомянутым проектом мы работаем еще в нескольких направлениях. Многие компании в Узбекистане нуждаются в улучшении корпоративного управления. Стараемся помочь им в этом, например, чтобы они скорее назначили независимых членов в наблюдательные советы, улучшили качество своей финансовой отчетности, вовремя публиковали существенные факты.

Работаем над улучшением наших правил торгов на бирже, а также процедур, связанных с конвертацией валюты и репатриацией прибыли иностранными клиентами, чтобы упростить работу для наших членов – брокерских компаний. Чем меньше бюрократии, тем больше времени брокеры тратят на звонки клиентам, продают им разные инвестиционные продукты, помогают местным компаниям привлекать средства путем

выпуска акций и облигаций, то есть занимаются своим главным делом, а не бумажной волокитой.

Как бы вы оценили развитие фондового рынка Узбекистана в последние годы?

– Рынок Узбекистана вырос, и это видно по статистическим данным. Очевиден рост объема торгов и количества сделок с ценными бумагами. Показатели растут из года в год. Начало 2023 года тоже было довольно динамичным. Мы видим, что объем активности на рынке не спадает, тем более сейчас прошло IPO UzAuto Motors. Такие события увеличивают объем торгов и ликвидность на рынке.

Насколько активны брокеры в Узбекистане?

– Брокерские компании играют очень важную роль в развитии рынка – без них его просто не будет. В Узбекистане появляются новые брокеры, а также мобильные приложения (к примеру, Jett.uz от Multicard), которые позволяют инвесторам самим торговать на рынке. Также не нужно забывать, что брокеры не только торгуют на бирже, но и выступают в роли андеррайтеров, помогают компаниям выпустить ценные бумаги и привлечь деньги от инвесторов. Самый хороший последний пример – это Freedom Broker. Компания выступила андеррайтером публичного размещения акций (IPO) UzAuto Motors. Другие брокеры тоже хорошо работают – например, новая брокерская компания Alkes Research стала одним из самых активных игроков на нашей бирже.

Какие инвесторы, с вашей точки зрения, должны стать опорой для развития фондового рынка Узбекистана в ближайшие годы?

– Думаю, что нам нужны все инвесторы, включая местных розничных инвесторов. Но в первую очередь нам нужны местные институциональные инвесторы, например, пенсионные и паевые фонды, страховые компании, финансовые организации или другие юридические лица. Их можно счи-

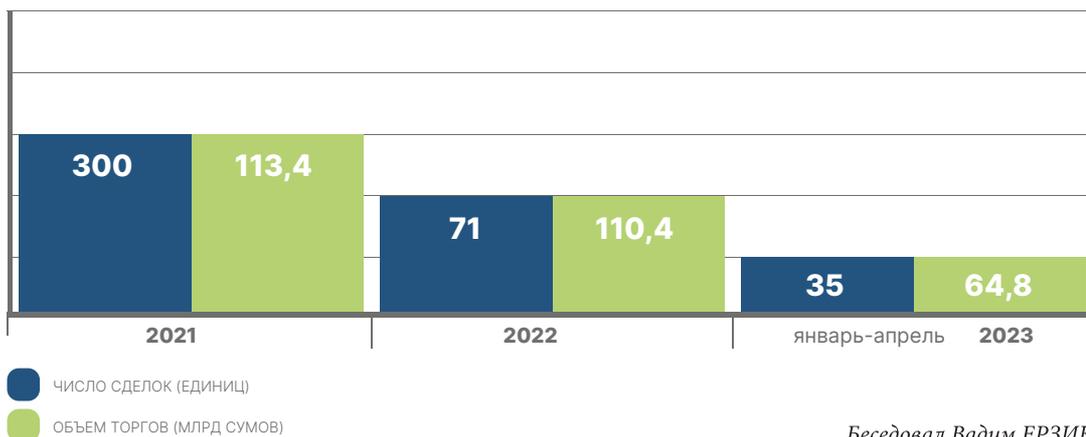
“
НА ФОНДОВОЙ БИРЖЕ МЫ РАБОТАЕМ НАД НЕСКОЛЬКИМИ ПРИОРИТЕТНЫМИ НАПРАВЛЕНИЯМИ. САМЫЙ ГЛАВНЫЙ ПРОЕКТ, КОТОРЫМ МЫ ЗАНИМАЕМСЯ, КАСАЕТСЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ЗАРУБЕЖНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА МЕСТНЫЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК. ХОТИМ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ ЗАИНТЕРЕСОВАТЬ КРУПНЫХ ИНВЕСТОРОВ, НАПРИМЕР, ПЕНСИОННЫЕ И ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ, ХЕДЖ-ФОНДЫ, БАНКИ И ИХ КЛИЕНТОВ.”

тать опорой для нашего рынка, так как в отличие от иностранцев они вряд ли куда-то уйдут, если грянет кризис. Обычно, когда на фондовом рынке стрессовая ситуация, он падает, и все паникуют, на рынок выходят местные институциональные инвесторы и начинают скупать бумаги от продавцов. Если будет достаточный спрос от местных институциональных игроков, с большой вероятностью падение рынка будет не таким драматичным, а то и вовсе приостановится через определенное время. То есть местные инвесторы способствуют стабильности и предсказуемости на рынке, что всегда приветствуется.

СДЕЛКИ С ОБЛИГАЦИЯМИ НА РФБ

Источник: РФБ «Тошкент»

НА НАЧАЛО МАЯ 2023 ГОДА В БИРЖЕВОМ КОТИРОВАЛЬНОМ ЛИСТЕ РФБ НАХОДИЛИСЬ ЦЕННЫЕ БУМАГИ 112 КОМПАНИЙ, ИЗ НИХ ВОСЕМЬ БЫЛИ ЭМИТЕНТАМИ ОБЛИГАЦИЙ



Беседовал Вадим ЕРЗИКОВ

История БОЛЬШОГО спроса

Как «Узметкомбинат» вышел на рынок облигаций и готовится к FPO

В июне 2023 года заканчивается срок обращения облигаций крупнейшего предприятия черной металлургии Узбекистана – «Узметкомбината». Компания в конце 2021-го выпустила бумаги на 50 млрд сумов. Покупатели готовы были приобрести объем почти в 10 раз больше, чем было предложено на рынке. Эмитент надеется продолжить свой успешный опыт и уже в этом году планирует провести публичное размещение акций на бирже. О дебюте комбината на долговом рынке и планах на будущее – в нашем материале.



Татьяна Будей,
финансовый директор
«Узметкомбината»

«Я достаточно позитивно отношусь к выпуску облигаций. На мой взгляд, это удачный инструмент для привлечения финансирования. Но есть небольшая оговорка – все зависит от суммы и ставки».

Металл требует средств

На рынке капитала «Узметкомбинат» знаком инвесторам уже не первый год. Простые и привилегированные акции компании обращаются на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» и пользуются высоким спросом.

Одним из миноритарных акционеров комбината является узбекско-эмиратская инвестиционная компания Abu Dhabi Uzbek Investment (ADUI). В беседе с «Курсивом» директор организации Тимур Рахманов рассказал, что ADUI участвовала также в размещении дебютного выпуска облигаций на сумму, эквивалентную \$0,5 млн.

«Мы считаем выпуск крайне успешным и готовы были вложить большую сумму. Условия полностью соответствовали инвестиционным критериям фонда с точки зрения аппетита к риску, срока и доходности. Объем заявок от потенциальных покупателей в 9,6 раза превысил предложение, а 42,22% из них были от нерезидентов Узбекистана», – пояснил Тимур Рахманов.

«Узметкомбинат» уже имеет опыт привлечения ресурсов в банковской сфере как внутри страны, так и за рубежом. Стремление

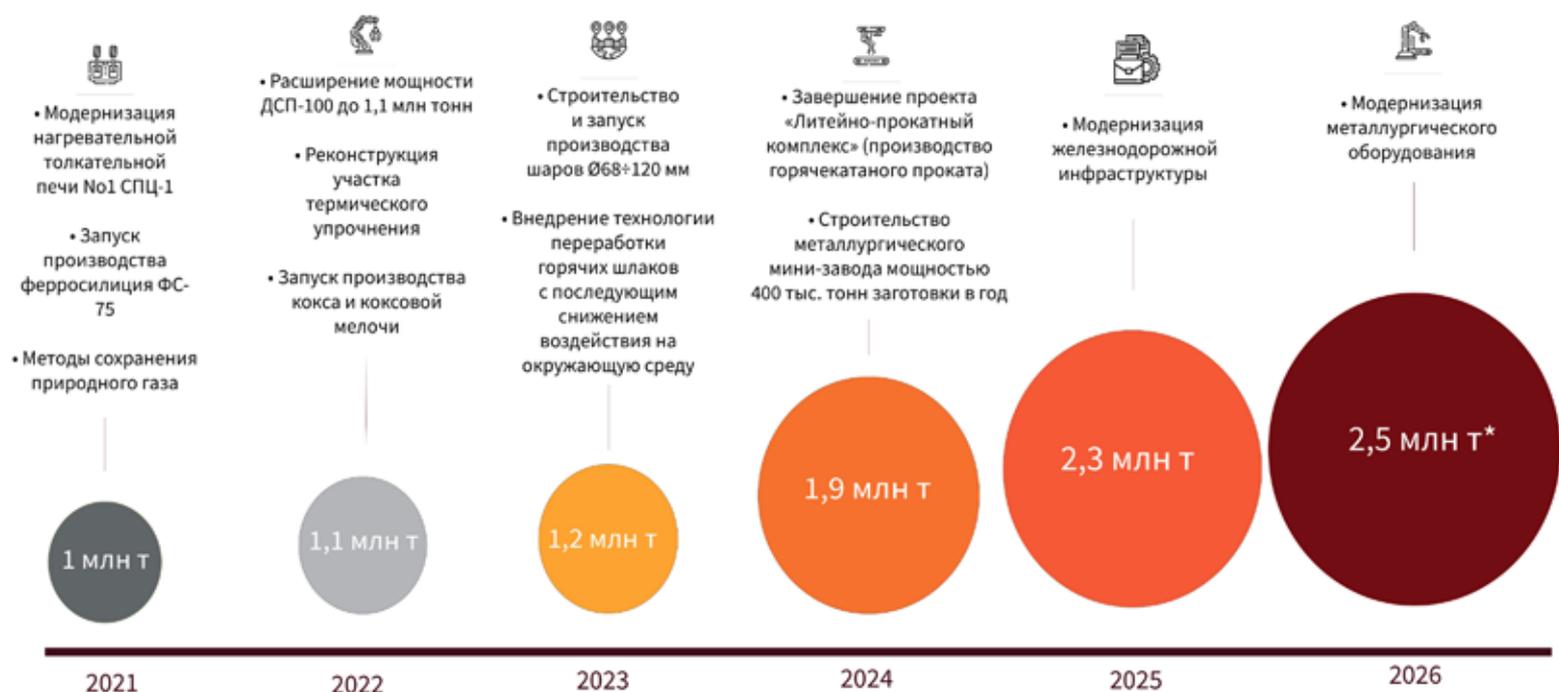
комбината диверсифицировать источники финансирования вполне объяснимо. АО реализует масштабную программу по расширению производственных мощностей. Главный проект на данном этапе – строительство литейно-прокатного комплекса (ЛПК) стоимостью \$700 млн, который позволит вдвое увеличить мощность производства. Вместо 1 млн тонн компания сможет выпускать 2 млн тонн продукции к 2024 году.

Предприятие масштабирует бизнес неспроста, а под растущий спрос на рынке. К 2026 году потребность экономики Узбекистана в металле достигнет около 6 млн тонн. Эта цифра в прошлом году озвучивалась на совещании у президента по развитию отрасли. То есть компания сможет занять треть рынка. Международные финансовые институты пророчат Узбекистану рост экономики на 5% или более в этом году и примерно на столько же в следующем.

На пять с плюсом

В случае с «Узметкомбинатом» инвесторы готовы были купить облигации не на 50 млрд сумов, а на 478,5 млрд. Именно на такую сумму были поданы заявки. Поэтому бумаги реали-

Инвестиционная программа «Узметкомбината» на 2021-2026 годы оценивается в \$1 млрд



*Общая производственная мощность

зовали с премией в 1,22%. Доходность к погашению для покупателей составила 22%. Купон выплачивался раз в полгода.

«Все средства хороши, если они ведут к результату, – считает финансовый директор компании **Татьяна Будей**. – Моя позиция заключается в том, что сначала нужно понять, что ты собираешься финансировать. Потом для конкретной цели нужно смотреть подходящий инструмент. Я достаточно позитивно отношусь к выпуску облигаций. На мой взгляд, это удачный инструмент для привлечения финансирования. Но есть небольшая оговорка – все зависит от суммы и ставки».

По словам финансового директора компании, на сегодняшний день такой инструмент в РУз можно использовать для небольших объемов привлечения. А сумму в 50 млрд вполне можно собрать на фондовом рынке Узбекистана. Но если говорить о каких-то значительных объемах (\$50 млн и выше), есть определенная оговорка – найдется ли такое количество свободной ликвидности.

Татьяна Будей уверена, что позитивные результаты размещения облигаций также свидетельствуют о хорошей работе андеррайтера Freedom Broker. Руководство комбината тоже приложило к этому немало усилий. Для привлечения инвесторов в регионах республики проводились Road Show, где андеррайтер и эмитент выступали с презентациями.

Новый кейс

Останавливаться на достигнутом АО не собирается. В этом году компания выходит на рынок с дополнительным выпуском акций

(FPO). Реализовать планируется до 5% бумаг, что позволит увеличить долю free-float до примерно 15%. Все вырученные средства направят на финансирование строительства ЛПК.

К этому событию организация готовится уже не первый год. Андеррайтером по FPO «Узметкомбината» выступает Avesta Investment Group. Партнер организации **Карен Срапионов** пояснил «Курсиву», что компания практически обеспечила условия для завершения строительства ЛПК, который увеличит мощности вдвое. То есть уже сейчас АО должно оцениваться с учетом этих растущих мощностей. Но цены на акции находятся на стабильном уровне уже много месяцев из-за низкой ликвидности на рынке.

Из имеющихся рисков для комбината Карен Срапионов назвал обеспеченность сырьем, тарифы на электроэнергию, соблюдение комфортного уровня долговой нагрузки. «Все эти риски учитываются и комментируются в ходе регулярных встреч с инвесторами, чтобы держать их в курсе ведущейся работы для их минимизации. В целом можно отметить, что менеджмент компании достаточно уверенно контролирует все

риски и добивается исполнения планов производства, выручки и финансирования строительства», – резюмировал Карен Срапионов.

В число факторов для объективной оценки компании инвесторами можно добавить наличие международного рейтинга от Fitch на уровне суверенного, готовящийся ESG-рейтинг, а также регулярную отчетность по стандартам МСФО.



Фото: Узметкомбинат



Фото: Узметкомбинат

Ставка на интеллект

10

*зарубежных компаний,
акции которых пользуются
спросом на мировых биржах*



NVIDIA Corporation

Революция искусственного интеллекта происходит во многом благодаря чипам Nvidia. Компания продает полупроводники, которые сейчас востребованы во всем мире. Это отражается на финансовых результатах. Акции взлетели на 24% после публикации квартальной отчетности. Причиной роста показателей фирмы стал главный выгодополучатель ИИ-революции – направление Data Center. Nvidia планирует значительно увеличить выручку во втором полугодии 2023-го. Накопившихся заказов в этом направлении хватит на несколько кварталов вперед.

Salesforce

Слышали о корпоративном мессенджере Slack? Владеет им компания Salesforce, которая тоже не обходится без ИИ. Организация является крупнейшим в мире провайдером CRM-платформ, развивает собственные ИИ-решения, чтобы улучшать работу своих клиентов. О поглощении Slack американский разработчик объявил 2 декабря 2020, сумма сделки составила \$27,7 млрд. Salesforce следит за текущими трендами, а недавно представила технологию генеративного искусственного интеллекта для CRM – EinsteinGPT. Цифровой бот «Эйнштейн» умеет анализировать поступающие в клиентскую службу запросы и составлять шаблоны ответов. Писать письма он тоже умеет.



Microsoft Corporation



Технологический гигант основан в 1975 году, а на бирже торгуется с 1986-го. Рыночная капитализация компании в 2021-м превысила \$2 трлн. Организация выпускает программные продукты, услуги и решения для облачного хранения данных. Microsoft также занимается разработкой операционных систем, производством компьютеров, планшетов и прочего оборудования. Сейчас компания активно использует ИИ. В начале 2023 года компания инвестировала \$10 млрд в разработчика диалогового чат-бота ChatGPT от OpenAI.

Amazon.com, Inc.

Одна из крупнейших компаний в электронной коммерции. На своей платформе реализует собственные товары и предоставляет сервисы для продажи продукции сторонним организациям. Amazon присутствует и на рынке облачных решений, активно увеличивает мощности серверов для применения моделей ИИ. Для этих целей компания разрабатывает свои чипы. В I квартале 2023 года прибыль Amazon составила \$3,2 млрд (\$0,31 на акцию). Это гораздо выше прогнозов аналитиков.



Baidu (BIDU)

Интернет-компания из Китая выпустила аналог ChatGPT и он уже интегрирован в ее крупнейший в КНР поисковик. В мае 2023-го Baidu представила результаты своей работы за I квартал 2023 года. Подающая признаки восстановления экономика Китая помогла увеличить выручку на 10%, а скорректированная чистая прибыль ушла вверх на 42%. Например, положительную динамику продемонстрировал стриминговый сервис iQIYI (+15%) за счет роста платных подписчиков на 27%, до 128,9 млн. В середине июня 2023-го Baidu сообщила о получении лицензии по вызову беспилотного такси в некоторых районах Шэньчжэня.



General Motors Company

Крупнейший автопроизводитель в США владеет брендами Chevrolet, Buick, GMC и Cadillac. Узбекская UzAuto Motors выпускает машины Chevrolet по соглашению с GM. Американский автогигант намерен получать выгоду не только от искусственного интеллекта, но и от электромобилей. Выручка от продажи таких машин прогнозируется к 2025 году на отметке \$50 млрд, а суммарная выручка – \$225 млрд. В январе - марте 2023-го показатель составил \$40 млрд, увеличившись на 11,2% год к году.

Livent Corporation

Специализирующаяся на литии компания извлекает выгоду из высокого спроса на продукцию для выпуска аккумуляторов электромобилей. Литиевые химикаты используются не только в батареях, но и в агрохимикатах, смазках, аэрокосмических сплавах и даже фармацевтике. Помимо США, предприятия Livent расположены в Аргентине, Великобритании, Китае и Индии. В 2022 году компания смогла увеличить выручку с \$420 до \$813 млн (+93,6%).



American Airlines



American Airlines Group Inc.

Отрасль перевозок восстанавливается после ковидных времен, и это отражается на авиагиганте. В нынешнем виде группа образована 9 декабря 2013 года в результате слияния American Airlines и US Airways Group. Обслуживает ежедневно в среднем 6,7 тыс. рейсов по 350 направлениям в более чем 50 стран. Благодаря росту спроса на авиаперевозки в I квартале 2023 года чистая прибыль компании составила \$10 млн против убытка \$1,64 млрд годом ранее. Акции American Airlines Group Inc. листингуются на NASDAQ, а в 2015 году вошли в индекс S&P 500.

Coterra Energy

Основанная в 1989 году компания специализируется на добыче нефти и газа. Производство сосредоточено в США. Компания листингована на Нью-Йоркской фондовой бирже. Доходы предприятия зависят от стоимости углеводородов. Поэтому изменение цен на сырье может привести к аналогичной ситуации с котировками акций. На июнь 2023 года бумаги торгуются в районе \$24, а в июне 2022-го на фоне подорожавших энергоресурсов акции взлетали выше \$36. В I квартале 2023 года чистая прибыль Coterra Energy составила \$677 млн, или \$0,88 на акцию.



Incyte Corp.

Фармацевтическая компания США. Разрабатывает лекарства для лечения редких и тяжелых заболеваний. Получила известность в 1993 году после назначения препарата Jakafi нескольким тысячам пациентов в Штатах. Основную долю выручки компании формирует именно этот препарат, который применяется для лечения миелофиброза (онкологическое заболевание). В I квартале 2023 года Incyte увеличила выручку на 11,4% год к году, до \$808,67 млн.

Финансовый ликбез

Freedom Broker запустил образовательный проект Freedom Academy в Узбекистане

Freedom Academy от Freedom Broker – проект, в рамках которого узбекистанцев будут обучать грамотному инвестированию и трейдингу на фондовом рынке, а специалистов банковской сферы – правильно организовывать выпуск и размещение ценных бумаг.

Идея Freedom Academy

Миссия Freedom Academy – повышать финансовую грамотность населения. Это ключевой элемент экономического развития страны: прогресс в банковском секторе, рынке страхования, капитала и ценных бумаг невозможен без активного участия граждан, а люди только начинают осознавать финансовые возможности, связанные с изменениями в экономике страны.

Freedom Academy дает инвесторам все необходимые знания, навыки и ресурсы для успешной работы на фондовом рынке.

При этом на курсах учат инвестировать ради пассивного дохода так, чтобы каждый студент понимал все свои действия с ценными бумагами, умел анализировать рынок и перспективы конкретной компании, управлять рисками.

Чему и как обучают во Freedom Academy

Freedom Academy проводит бесплатные вебинары, трансформационные игры и углубленные платные курсы. Есть программы как для новичков, так и для опытных инвесторов. Первые занятия в рамках Freedom Academy состоялись в середине апреля текущего года.

«Самая важная задача академии – обучить граждан правильно управлять своими средствами. К сожалению, в нашей стране после обесценения векселей и недостаточного развития рынка капитала люди потеряли интерес к ценным бумагам и в целом доверие к фондовому рынку.

По своему опыту знаю, что теории мало, чтобы научить инвестировать и правильно управлять капиталом. Поэтому наши программы разработаны так, чтобы все полученные знания можно было сразу применить на практике», – объяснил руководитель Freedom Academy **Дониёрбек Ахмедов**. Студенты образовательного центра учатся работать на реальной торговой платформе, осваивают финансовые инструменты и изучают торговые приказы. На мастер-классах «Финансовая дегустация» и «Искусство инвестирования» слушатели знакомятся с работой на фондовом рынке, а на курсе «Основы биржевого дела» учатся торговать и находить инвестиционные идеи при поддержке аналитического департамента Freedom Broker. «Помимо основных знаний о локальном

фондовом рынке в рамках курса «Основы биржевого дела» и практической торговли ценными бумагами, мы знакомим студентов с глобальными тенденциями на мировых площадках. Лекторы обучают техническому и фундаментальному анализу, активной торговле. Все практические занятия проводятся с наставниками – профессиональными инвесторами», – рассказал Дониёрбек Ахмедов.

Интерес растет

Согласно официальной статистике, 44% взрослого населения страны взаимодействует с финансовым сектором. «Конечно, в этих цифрах люди, которые просто снимают деньги с банковской карты либо получают зарплату на нее, но что такое фондовый рынок, мало кто из этой категории вообще представляет», – подчеркнул руководитель Freedom Academy.



*Дониёрбек Ахмедов,
руководитель Freedom Academy*



**УВЕЛИЧЕНИЕ ЧИСЛА
КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ
СПЕЦИАЛИСТОВ
МОЖЕТ СТАТЬ
ПРОРЫВОМ В СФЕРЕ
ФИНАНСОВ.**

Дониёрбек Ахмедов отмечает, что недавняя сделка по первичному размещению ценных бумаг UzAuto, в которой Freedom Broker выступил андеррайтером, а также проведение Roadshow этого IPO показали, что население республики проявляет интерес к инвестициям.

Привлекаем женщин в инвестирование

В начале марта Всемирный банк опубликовал доклад «Женщины, бизнес и закон – 2022». Он указывает на существование юридических барьеров в 178 странах, препятствующих полному участию женщин в экономической жизни. В 86 государствах действуют ограничения на работу. Несмотря на прогресс в обеспечении гендерного баланса в Центральной Азии, проблема неравенства все еще существует.

Freedom Academy решительно стремится обучать женщин Узбекистана инвестированию, чтобы они не только разбирались в финансовых инструментах, но и становились финансово независимыми.

«Несмотря на то, что многие девушки стремятся получить образование и трудоустроиться, в Узбекистане до сих пор есть стереотип, связывающий женщин с домашними обязанностями. Это приводит к тому, что вместо построения карьеры женщины полностью посвящают себя семье. Основная проблема такого подхода заключается в финансовой зависимости женщин от мужчин. Мы стремимся внести вклад в финансовое просвещение узбекистанок, чтобы каждый имел доступ к заработку и возможность инвестировать», – объяснила советник генерального директора по международному развитию Freedom Holding Corp. и лектор Freedom Academy **Валентина Макажанова**.

Банкам в помощь

Freedom Academy предлагает образовательные курсы не только для начинающих инвесторов, но и для специалистов, уже работающих на рынке капитала. В рамках академии разработана отдельная программа для сотрудников банков Узбекистана.

«В ближайшие годы в соответствии с указом президента Республики Узбекистан крупнейшие компании страны будут приватизированы. Это приведет к значительному увеличению спроса на услуги андеррайтинга, и для удовлетворения растущих потребностей потребуются квалифицированные консультанты. По закону банки также имеют право размещать ценные бумаги, однако, не у всех сотрудников банков есть аттестат специалиста рынка ценных бумаг, который требует регулятор. В связи с этим мы разработали курсы для банковских специалистов по размещению ценных бумаг на рынке. Я считаю, что увеличение числа квалифицированных специалистов может стать прорывом в сфере финансов», – подытожил Дониёрбек Ахмедов.

Павел НОСАЧЁВ

Марк Зингерман, сооснователь FDG: «На фондовом рынке Узбекистана можно легко привлечь \$5-10 млн»

Когда облигации могут быть дешевле кредита

В 2023 году наша девелоперская компания планирует продолжить опыт, который получила в 2021-м, когда разместила первые в Узбекистане индексированные к доллару облигации. Мы сами вышли на рынок с таким запросом, уверенные, что покупатели найдутся.

Дебют со скидкой

Облигации нашей компании в 2021-м стали не только первыми в Узбекистане долговыми инструментами, индексированными к изменению курса валюты, но и первыми за десять лет бумагами ООО, которые включили в листинг Фондовой биржи РУз. За счет выпуска бумаг мы привлекли 5,12 млрд сумов на год. Доходность по облигациям была 8% плюс темп девальвации или ревальвации узбекского сума к доллару США. Если сравнивать по стоимости с другими видами финансирования, можно смело сказать, что банковские кредиты нам обошлись дороже. В целом привлеченные средства (вместе с комиссией андеррайтера) стоили нам 15-16%. На тот момент банки давали деньги под 21%.

Конечно, такие облигации таили в себе и один риск. Мы не знали, как девальвирует сум к доллару. Однако и тогда, и сейчас мы не видим никаких предпосылок для сильного ослабления нацвалюты. Любое обесценение больше, чем на 20% будет болезненным для экономики страны. Даже при таком негативном сценарии деньги обошлись бы нам дорого, но и это бы пережили, так как привлекали небольшую сумму.

Инвесторы тоже извлекли выгоду из сделки, так как это позволило хеджировать риски от возможного обесценивания сума. По сути, они получили долларовую доходность.

Заграничный интерес

Главная задача, которую мы хотели решить при выпуске бондов, – кредитная история. Нужно было прощупать рынок, выяснить, насколько он понимает этот продукт. Бизнес-центр Aviapark, под строительство которого мы брали деньги, уже работает и дает стабильный доход. На стадии завершения вторая очередь. Но проект Aviapark состоит из четырех



блоков. Поэтому мы думаем еще раз пойти по пути привлечения средств через фондовый рынок, но уже среднесрочно (2-3 года). Новый выпуск облигаций возможен осенью 2023 года. По этому вопросу мы снова приступили к переговорам с Freedom Broker. Тут только вопрос договоренности и подготовки.

На фондовом рынке Узбекистана компании спокойно могут привлечь \$5-10 млн. Облигации понятнее для рынка, чем выпуск акций, поэтому найти такой объем будет вполне реально. Недоверие к финансовым инструментам в РУз достаточно высокое, а бонды – это наилучший вариант. Ведь мы выпускаем бумаги для строительства. После ввода в эксплуатацию этот актив начинает генерировать положительный денежный поток. Поэтому я считаю, что это свободно работающий продукт.

Фундамент для роста

Сейчас у компании всего несколько проектов. Помимо упомянутого бизнес-центра, есть еще пять жилых комплексов.

Недвижимости в Узбекистане много, и продажи идут хорошо, а учитывая нехватку финансовых опций в РУз, считаю, что рынок еще не вступил в активную фазу роста. Как только доступность ипотечных программ

расширится, в Узбекистане покупателей будет еще больше. Сейчас банки республики выделяют деньги тогда, когда застройщик может предоставить кадастр. Но во всем мире ипотека – это вклад в будущее. Для этого нужно внедрить страхование, эскроу-счета, когда деньги физлица резервируются в банке, а вся ответственность лежит на застройщике.

В нашей компании граждане с ипотекой и сейчас создают достаточно весомый спрос, порядка 30%. Жилищное кредитование будет и дальше развиваться, потому что государство выделяет на это большие деньги. Поэтому мой прогноз – рынок будет расти.



Инвесторы выбирают ВЫСОКИЕ технологии

Основатель Humans Group Владимир Добрынин — о перспективах супераппов в Центральной Азии, первом узбекистанском pre-IPO и ключевых метриках финтех-экосистем.

Владимир Владимирович, в январе компания Humans реализовала первый транш привилегированных акций среди узбекистанских инвесторов. Почему вы выбрали такую модель привлечения инвестиций?

– Humans — это первый суперапп в Узбекистане, поэтому для размещения привилегированных акций мы использовали механизмы локального фондового рынка. В стране только начинает формироваться инвестиционная инфраструктура: IPO проводятся редко, инвесторы достаточно консервативны, а инструментов для вложения капитала не так много. Но, как показывает наш опыт, выход на фондовый рынок Узбекистана может быть успешным, если ставить реалистичные цели.

Перед размещением акций мы поставили две задачи: привлечь в компанию финансирование и подтвердить оценку компании, установленную андеррайтером Freedom Broker. В итоге мы реализовали все привилегированные акции в полном объеме, собрав 50 млрд сумов от инвесторов, а также подтвердили оценку Humans в \$150 млн.

Выпуск акций — это важный этап в становлении каждого стартапа. Инвесторы не просто получают доступ к ценным бумагам — в процессе размещения они могут оценить реальное положение компании на рынке, ее потенциал и перспективы. Выпуск префов Humans может послужить драйвером тренда на локальном рынке — фактически компания первой реализовала в Узбекистане pre-IPO. Возможно, другие компании последуют нашему примеру.

Как вы оцениваете работу андеррайтера в процессе размещения акций?

– Мы сотрудничали с Freedom Broker, и андеррайтер взял на себя нестандартную задачу. Как я уже говорил, фондовый рынок Узбекистана пока только формируется, и привычные инструменты здесь либо отсутствуют, либо существуют в зачаточной стадии. Поэтому приходится выступать в роли первопроходца — в нашем случае мы первыми опробовали модель pre-IPO. Несмотря на особенности местного фондового рынка, мы с Freedom Broker провели запуск в установленные сроки, а главное, реализовали все привилегированные акции — инвесторы выкупили 50 тыс. ценных бумаг по цене 1 млн сумов за штуку.

Планируете ли вы экспериментировать с другими форматами размещения, не только на внебиржевом рынке? Стоит ли ожидать, что Humans проведет полноценное IPO или выпустит долговые инструменты в ближайшее время? Возможно, рассматриваете листинг акций на Республиканской фондовой бирже «Тошкент»?

– Если посмотреть на статистику, то обычно с момента привлечения венчурного капитала до IPO проходит не меньше 6-7 лет. Поэтому



Humans пока рано проводить публичное размещение. Прежде мы хотим еще больше нарастить ключевые показатели, прочно укрепиться на рынке и, возможно, выйти в новые регионы. А на это потребуется как минимум 3-5 лет, что абсолютно нормально в рамках цикла жизни стартапа.

Humans строит суперапп в Узбекистане. И вы не раз отметили, что это экспериментальная модель для локального рынка. Если оценивать компанию на этом этапе, эксперимент удался?

– Судите сами — в 2022 году мы увеличили выручку на 38% по сравнению с 2021-м, несмотря на глобальную инфляцию и экономический спад. Оборот экосистемы Humans, которая включает финтех-сервисы, услуги связи и внутренний маркетплейс, вырос на 230%. Но финансовые показатели не всегда отражают полную картину. Нам важно не просто показать впечатляющие цифры в отчетности, главная цель Humans — это повышение цифровой и финансовой грамотности, популяризация формата супераппа в Узбекистане.

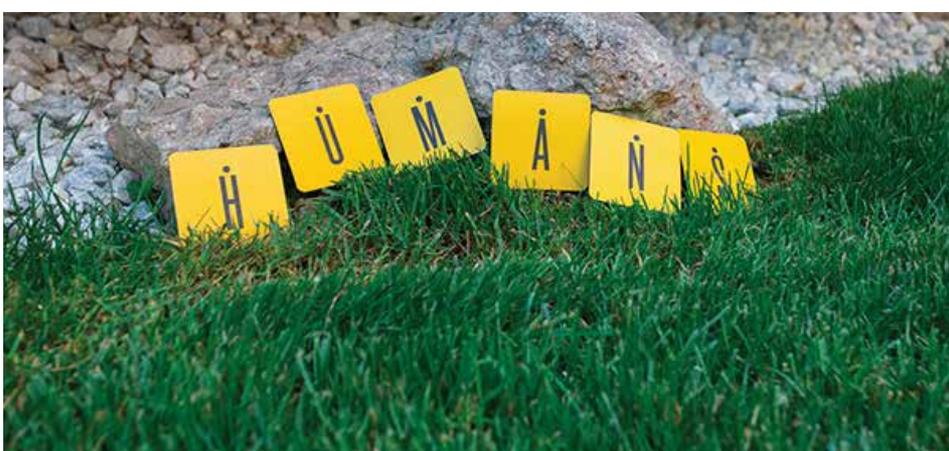
Нет задачи просто наращивать клиентскую базу, если люди не будут пользоваться продуктом регулярно, изо дня в день. Мы стараемся сформировать у узбекистанцев новые цифровые привычки, например, привычку расплачиваться безналом, хранить сбережения на карте, копить кешбэк. Причем использовать несколько возможностей одновременно, в комплексе, чтобы клиент получал максимальную выгоду.

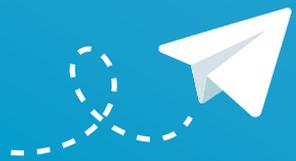
Как компания планирует развиваться в дальнейшем? Собираетесь выходить на новые рынки, запускать новые вертикали продуктов?

– Глобально — да, Humans планирует экспансию в новые регионы, но прежде мы хотим добиться максимальных результатов в Узбекистане — для начала удвоить показатели компании в течение двух лет, в том числе в два раза увеличить выручку и число активных пользователей. Кроме того, планируем развивать маркетплейс — внутреннюю торговую площадку, которая позволяет обменивать кешбэк на полезные товары.

Для Humans главное — адаптировать суперапп к реалиям локального рынка, то есть показать, что бизнес-модель пользуется спросом как в Узбекистане, так и во всей Центральной Азии. Отчасти это уже доказывает Kaspi, однако, мы работаем на другом рынке и в других реалиях. С точки зрения Humans, успех — это популяризация супераппа как продукта. И растущий интерес инвесторов к компании доказывает, что у экосистемных продуктов на локальном рынке большое будущее.

Беседовал Вадим ЕРЗИКОВ

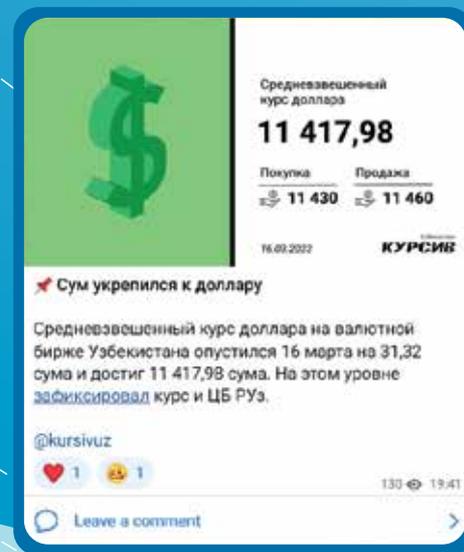




Читайте **КУРСИВ** в Telegram



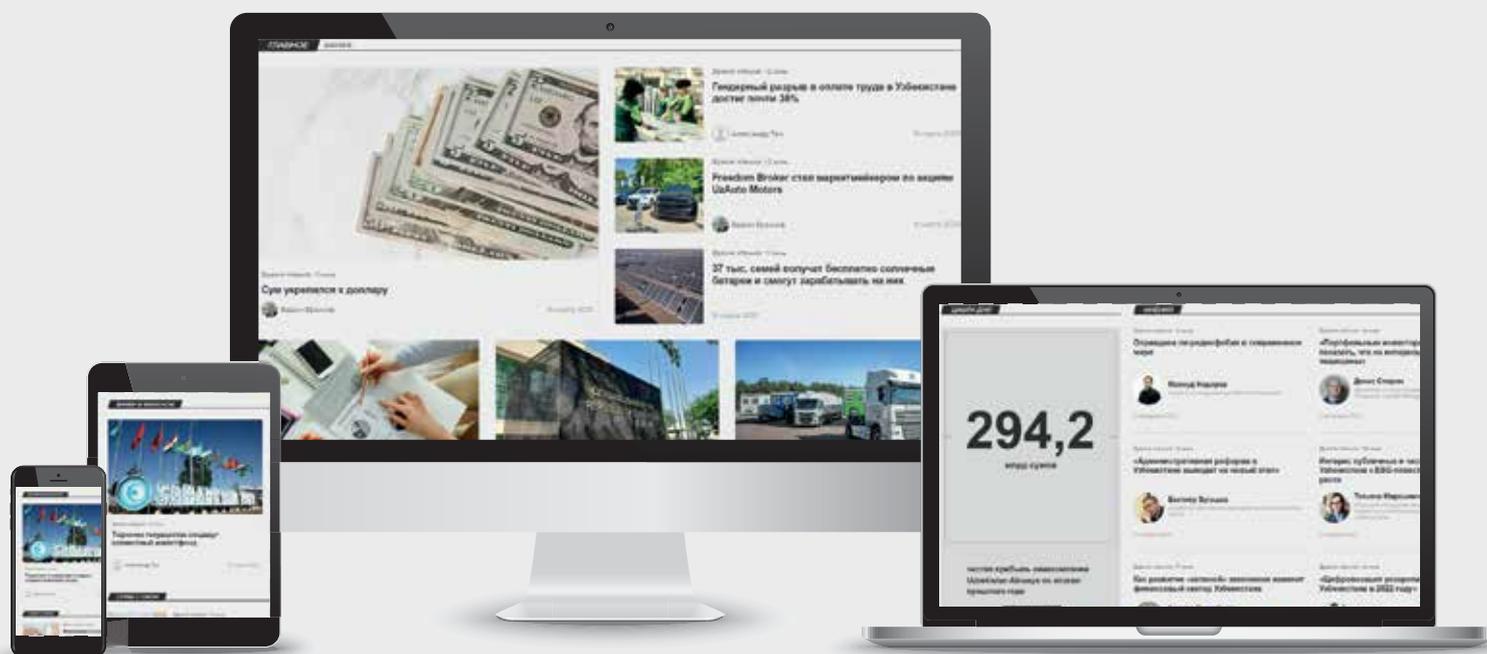
Наведи камеру телефона на QR-код
и перейди на Telegram-канал



Наведи камеру телефона на QR-код
и перейди на страницу подписки



Узнай больше на uz.kursiv.media



uz.kursiv.media

facebook.com/kursivuz

instagram.com/kursiv.uz

t.me/kursivuz



Kursiv Research

Аналитика делового издания «Курсив»

Отраслевая аналитика Узбекистана и Центральной Азии



Kursiv Research Ratings

Отраслевые, нишевые и региональные рейтинги по ключевым финансовым и операционным показателям



Kursiv Research

ЦЕНТР СОЦИОЛОГИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Всестороннее изучение общественного мнения



Kursiv Research Report

Комплексные обзоры рынков, регионов и направлений, бизнес-кейсы



Наведи камеру телефона на QR-код и перейди на Telegram-канал



Наведи камеру телефона на QR-код и перейди на сайт