

*Welcome To The World of BONDS!*

04.08.2026

**Обзор компании UzAuto Motors, JSC**

|                            |                                                       |
|----------------------------|-------------------------------------------------------|
| Отрасль                    | Производство автомобилей                              |
| Выпуск                     | UZAMTS/7,38/2030                                      |
| ISIN                       | XS3187746097                                          |
| Валюта                     | Доллар США                                            |
| Объём в обращении/мин. лот | \$350 млн/ \$200 000                                  |
| Купонная ставка            | 7,38%                                                 |
| Доходность к погашению     | 6,96%                                                 |
| Дата погашения             | 19.11.2030                                            |
| Кредитные рейтинги         | Moody's: Ba3 (Stable)<br>S&P: -<br>Fitch: BB (Stable) |

**Финансовые показатели,****млн \$ – Данные****компании, CapitalIQ**

|                        | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Выручка                | 2 162 | 3 298 | 4 610 | 4 240 | 4 081 |
| EBITDA                 | 238   | 311   | 528   | 451   | 371   |
| EBITDA марж-ть         | 11,0% | 9,4%  | 11,4% | 10,6% | 9,1%  |
| Чистая прибыль         | 166   | 236   | 334   | 315   | 340   |
| Чистая марж-ть         | 7,7%  | 7,2%  | 7,2%  | 7,4%  | 8,3%  |
| ROE                    | 35,0% | 39,8% | 46,8% | 37,2% | 30,8% |
| ROA                    | 9,4%  | 8,6%  | 10,7% | 11,6% | 13,3% |
| Активы                 | 2 230 | 3 288 | 2 964 | 2 464 | 2 640 |
| Обязательства          | 1 685 | 2 647 | 2 177 | 1 555 | 1 347 |
| Капитал                | 545   | 641   | 787   | 909   | 1 294 |
| Валовой долг           | 329   | 313   | 460   | 433   | 597   |
| Чистый долг            | 68    | -216  | 361   | 292   | 372   |
| Чистый долг/LTM EBITDA | 0,3   | 0,0   | 0,7   | 0,6   | 1,0   |

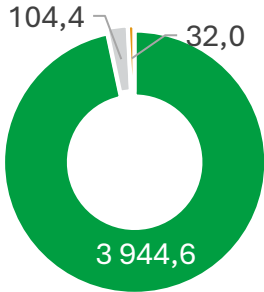
Мы в телеграме <https://t.me/halykfinance>Наш корпсайт <https://halykfinance.kz/research/?lang=ru>

# ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

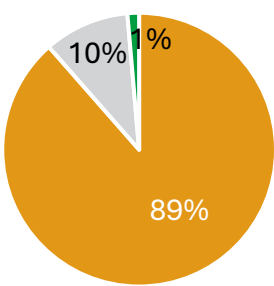
## Описание компании

UzAuto Motors (UAM) — крупнейший и системообразующий автопроизводитель Узбекистана с доминирующей долей внутреннего рынка около 80%, выпускающий и реализующий автомобили и запчасти под глобальным брендом Chevrolet по лицензионному соглашению с General Motors. В 2025 году компания произвела порядка 400 тыс. автомобилей и сгенерировала выручку около 4,08 млрд долл. Компания на 99,7% контролируется Правительством Республики Узбекистан, что обеспечивает ей приоритетный доступ к господдержке. В июле 2026 года Fitch повысил рейтинг JSC UzAuto Motors до «BB» с «BB-» (прогноз «Стабильный») благодаря успешному рефинансированию еврооблигаций, увеличению буфера ликвидности и ожиданию положительного свободного денежного потока в 2026–2029 годах.

Структура продаж, млн \$



География продаж



- Автомобили
- Запчасти
- Прочее
- Узбекистан
- Казахстан
- Прочие страны СНГ

## Ключевые продукты

|                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Седаны Onix и Cobalt      | Доступные легковые седаны, собираемые на головном заводе в Асаке. Формируют основной объём выручки компании; Onix — флагманская модель (в июне 2025 года именно Onix стал 5-миллионным автомобилем UzAuto Motors). Ориентированы на самый массовый ценовой сегмент внутреннего рынка. |
| Кроссовер Tracker         | Компактный кроссовер бренда Chevrolet, также производимый в Асаке. Закрывает растущий спрос на кроссовер сегмент в бюджетной и среднебюджетной нише — наиболее динамичной категории рынка.                                                                                            |
| Коммерческие Damas и Labo | Минивэн Damas и пикап Labo — предельно простые и дешёвые коммерческие автомобили, собираемые на заводе в Хорезмской области. Высокая локализация (до 45% после запуска прессового цеха) обеспечивает повышенную рентабельность сегмента, несмотря на невысокую цену.                  |
| Импортные модели          | Готовые автомобили верхнего ценового ряда — Tahoe, Traverse, Equinox, Captiva, Malibu — ввозимые из Таиланда, Китая, Кореи и США. Дают всего ~1,6% выручки, но расширяют модельную линейку в премиальном сегменте.                                                                    |

Источник: данные компании

# КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

| Отчёт о прибылях и убытках, млн \$ | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | % Δ 25/24     |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Выручка                            | 2 162,3      | 3 298,3      | 4 609,6      | 4 239,6      | 4 081,0      | -3,7%         |
| Себестоимость                      | -1 836,9     | -2 867,6     | -3 979,0     | -3 657,4     | -3 621,2     | -1,0%         |
| <b>Валовая прибыль</b>             | <b>325,4</b> | <b>430,8</b> | <b>630,7</b> | <b>582,2</b> | <b>459,7</b> | <b>-21,0%</b> |
| Операционные расходы               | -120,6       | -154,9       | -163,5       | -194,8       | -167,4       | -14,1%        |
| Процентные расходы                 | -13,5        | -15,9        | -34,6        | -44,7        | -52,3        | 17,1%         |
| Прочие доходы/(расходы)            | 7,8          | 14,2         | -37,2        | 34,9         | 156,6        | 349,0%        |
| <b>Прибыль до налогообложения</b>  | <b>199,0</b> | <b>274,1</b> | <b>395,4</b> | <b>377,5</b> | <b>396,6</b> | <b>5,0%</b>   |
| Расходы по налогу на прибыль       | -33,0        | -38,2        | -61,6        | -62,6        | -56,9        | -9,0%         |
| <b>Чистая прибыль</b>              | <b>166,0</b> | <b>235,9</b> | <b>333,8</b> | <b>314,9</b> | <b>339,6</b> | <b>7,8%</b>   |
| EBITDA                             | 237,6        | 311,1        | 527,6        | 451,0        | 370,9        | -17,8%        |

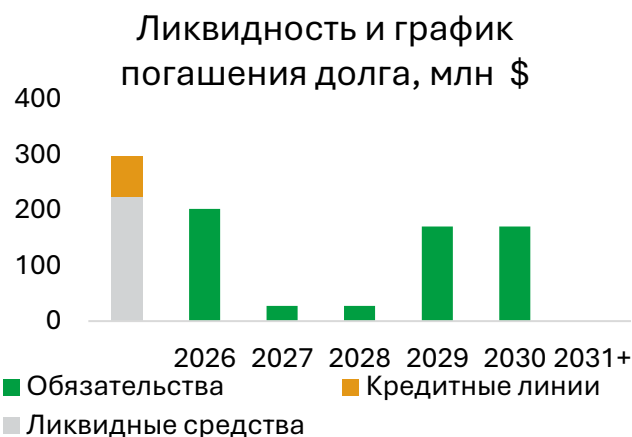
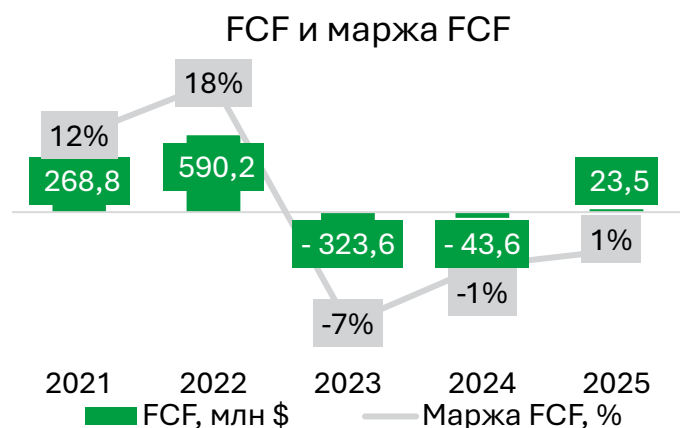
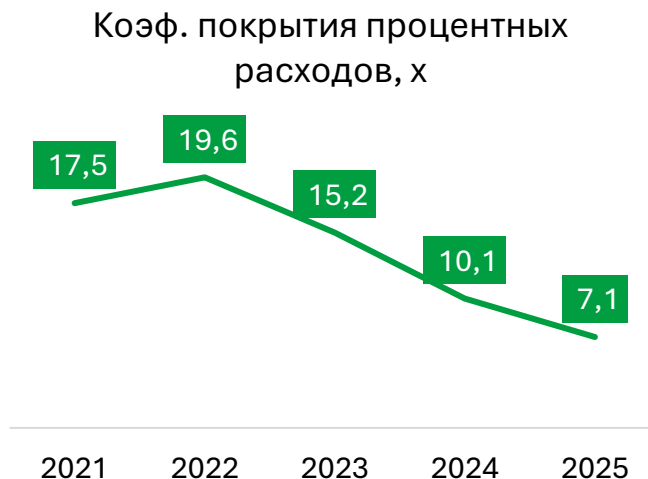
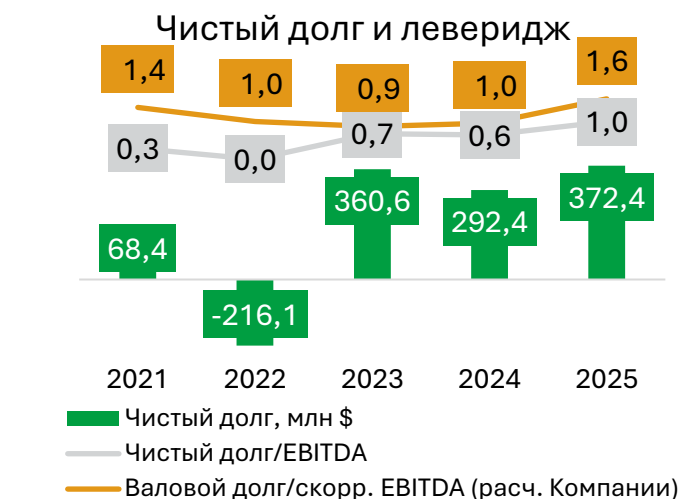
| Балансовый отчет, млн \$ | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025           | % Δ 25/24     |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Высоколиквидные средства | 260,3          | 528,7          | 99,4           | 140,3          | 224,7          | 60,2%         |
| Основные средства        | 227,2          | 267,1          | 336,9          | 323,8          | 363,9          | 12,4%         |
| Прочие активы            | 1 742,2        | 2 492,3        | 2 527,5        | 2 000,0        | 2 051,7        | 2,6%          |
| <b>Активы</b>            | <b>2 229,7</b> | <b>3 288,1</b> | <b>2 963,7</b> | <b>2 464,1</b> | <b>2 640,3</b> | <b>7,1%</b>   |
| Долговые обязательства   | 328,7          | 312,6          | 460,0          | 432,7          | 597,1          | 38,0%         |
| Прочие обязательства     | 1 356,3        | 2 334,7        | 1 717,0        | 1 122,6        | 749,7          | -33,2%        |
| <b>Обязательства</b>     | <b>1 685,0</b> | <b>2 647,3</b> | <b>2 177,0</b> | <b>1 555,3</b> | <b>1 346,8</b> | <b>-13,4%</b> |
| <b>Капитал</b>           | <b>544,7</b>   | <b>640,8</b>   | <b>786,7</b>   | <b>908,8</b>   | <b>1 293,5</b> | <b>42,3%</b>  |
| Чистый долг              | 68,4           | -216,1         | 360,6          | 292,4          | 372,4          | 27,4%         |

| Отчет о движении денег, млн \$ | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Опер. денежный поток           | 517,6  | 676,4  | -249,7 | 2,1    | 70,2  |
| Инвест. денежный поток         | -472,6 | -606,2 | 153,4  | 94,3   | -83,6 |
| в т.ч. капитальные затраты     | -248,8 | -86,25 | -73,9  | -45,7  | -46,7 |
| Фин. денежный поток            | 72,1   | -104,4 | 61,7   | -126,0 | 57,3  |

| Маржинальность  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Валовая марж-ть | 15,0% | 13,1% | 13,7% | 13,7% | 11,3% |
| EBITDA марж-ть  | 11,0% | 9,4%  | 11,4% | 10,6% | 9,1%  |
| Чистая марж-ть  | 7,7%  | 7,2%  | 7,2%  | 7,4%  | 8,3%  |

## Пояснение к отчетности

В 2025 году выручка UzAuto Motors снизилась на 3,7% г/г до \$4 081 млн на фоне более слабого потребительского спроса и роста конкуренции. Валовая и EBITDA-маржинальность временно снизились из-за отрицательного операционного рычага, однако компания сохранила высокую абсолютную прибыльность, а чистая прибыль выросла на 7,8% до \$340 млн — при поддержке положительной валютной переоценки и роста процентных доходов. При этом кредитный профиль заметно укрепился. Операционный денежный поток восстановился до \$70 млн (против \$2 млн в 2024), а FCF вернулся в небольшой плюс благодаря нормализации оборотного капитала и начатому в июне 2025 г. переходу с внутренней рассрочки на модель продаж с банковским финансированием, снижающую рост дебиторской задолженности по автокредитам. Долговая нагрузка остаётся низкой даже после ноябрьского выпуска пятилетних еврооблигаций на \$350 млн под 7,375%. Позитивный импульс закрепили полное досрочное погашение оставшихся еврооблигаций 2026 г. в мае и повышение рейтинга Fitch до BB со стабильным прогнозом в июле.



### Анализ кредитного профиля эмитента

Кредитный профиль UzAuto Motors отличается низкой долговой нагрузкой, укрепляющейся ликвидностью и консервативной финансовой политикой. По итогам 2025 года чистый леверидж вырос на 0,4х — до по-прежнему комфортных 1,0х, а валовой леверидж — до 1,6х (с 1,0х). Это было связано с увеличением валового долга до \$597 млн (с \$433 млн) после ноябрьского выпуска пятилетних еврооблигаций на \$350 млн. При этом оба показателя остаются на достаточно низких уровнях. Дополнительную устойчивость профилю придаёт комфортный ступенчатый график погашения обязательств. После успешного рефинансирования ближайшего транша с 2026 на 2030 год основная долговая нагрузка отодвинута вправо: пик приходится лишь на 2029–2030 годы. Ближайшие погашения с запасом покрываются усилившимся буфером ликвидности и восстановившейся генерацией FCF: в 2025 году FCF до дивидендов составил +\$23,5 млн против отрицательных значений в 2023–2024 годах. Ключевым структурным драйвером устойчивости FCF выступает успешно запущенный в июне 2025 года переход на модель продаж с банковским финансированием, который снижает волатильность оборотного капитала от автокредитной дебиторской задолженности. Умеренное распределение дивидендов (\$92 млн в 2025 году) легко абсорбируется профилем и не создаёт давления на кредитные метрики, оставляя компании пространство для приоритизации инвестиций и поддержания устойчивого баланса. В совокупности низкий леверидж, растущая ликвидность и выправляющаяся генерация денежного потока формируют прочный кредитный профиль с позитивной траекторией.

Инвестиционные драйверы

|                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Доминирующая, защищённая позиция на растущем рынке          | UzAuto Motors сохраняет почти монопольную долю на внутреннем рынке (~80%), несмотря на её постепенное снижение с ~92% в 2022 году на фоне либерализации авторынка и притока китайских брендов. Устойчивость позиции опирается на сохраняющиеся импортные пошлины на конкурентов, преференциальный налоговый статус и низкую насыщенность рынка: обеспеченность автомобилями в Узбекистане составляет лишь 115 машин на 1 000 человек на конец 2025 года и, по прогнозу J.P.Morgan, вырастет до 140 к 2027 году. Это формирует долгосрочный структурный потенциал роста объёмов на защищённом от прямой конкуренции рынке.      |
| Государственная поддержка                                   | Компания на 99,7% косвенно принадлежит государству через JSC Uzavtosanoat, а автосектор формирует ~9% ВВП страны. UzAuto — крупнейший игрок отрасли (производственная мощность 550 тыс. авто), входит в топ-10 налогоплательщиков и прямо и косвенно обеспечивает более 30 тыс. рабочих мест. Fitch оценивает вероятность господдержки как «крайне высокую» и приравнивает рейтинг эмитента к суверенному (BB). Исторически поддержка выражалась в займах по льготным ставкам, преференциальном налоговом режиме и защитных импортных тарифах — что придаёт кредитному профилю мощный внешний якорь.                           |
| Расширение производственных мощностей и новый модельный ряд | В августе 2025 года UAM запустила третий прессовый цех, что увеличивает выпуск на 140 тыс. авто в год, с 410 тыс. до 550 тыс. (+34,1%). При этом генеральный директор Янош Ковач анонсировал вывод восьми новых моделей, первой из которых стал Chevrolet Tahoe High Country. Акцент новых моделей — на сегментах внедорожников и минивэнов для удовлетворения растущего внутреннего и экспортного спроса. Это прямой драйвер объёмов и потенциально более высокой средней цены/маржи за счёт сдвига микса в сторону более дорогих внедорожников.                                                                              |
| Банковское финансирование продаж                            | Главным драйвером снижения волатильности FCF выступает запущенный в июне 2025 года переход с внутренней рассрочки на модель с банковским финансированием: банки-партнёры оплачивают полную стоимость автомобиля авансом, что устраняет основной источник оттоков оборотного капитала — рост дебиторской задолженности по автокредитам. Уже в 2025 году FCF вернулся в положительную зону (\$23,5 млн) после отрицательных значений в 2023–2024 годах. Fitch ожидает устойчиво положительного FCF в 2026–2029 годах по мере полного развёртывания новой модели и погашения накопленной автокредитной дебиторской задолженности. |

РИСКИ

Ключевые риски

|                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Высокая валютная подверженность при структурном дисбалансе | Компания несёт существенный валютный риск: заимствования номинированы преимущественно в долларах, тогда как около 90% выручки формируется в сумах, а в валюте — лишь порядка 50% себестоимости сырья. Разворот валютного тренда способен одновременно ударить по чистой прибыли (через переоценку долга) и по себестоимости, сжимая маржинальность.                                                                                                                                                                           |
| Зависимость от лицензионного соглашения с General Motors   | Операционная деятельность UAM полностью завязана на долгосрочном лицензионном соглашении с General Motors: компания производит и продаёт автомобили под брендом Chevrolet, не владея самим брендом. Ухудшение условий, неблагоприятный пересмотр или прекращение соглашения лишили бы компанию доступа к модельному ряду и технологической базе, что представляет собой фундаментальный, хотя и маловероятный, риск для всей бизнес-модели.                                                                                   |
| Структурный сдвиг спроса в сторону электромобилей          | Модельный ряд UAM почти полностью состоит из автомобилей с ДВС, тогда как сегмент электромобилей в Узбекистане — самый быстрорастущий: продажи электромобилей выросли на 35% в 2025 году, достигнув доли около 7% рынка, где доминируют китайские бренды. При сохранении государственных стимулов для электромобилей и агрессивной экспансии китайских игроков отставание в электрификации может со временем размывать позиции компании в наиболее динамичном сегменте.                                                       |
| Конкурентное давление                                      | Доминирующее положение компании постепенно размывается: доля UAM на внутреннем рынке снизилась с ~92% в 2022 году до ~80% по мере либерализации авторынка, снижения части импортных пошлин и наращивания присутствия китайских брендов. Конкуренты растут кратно быстрее рынка — в 2025 году продажи BYD выросли на ~40%, Chery на ~50%, Haval на ~172% (хотя и с низкой базы). Конкурентное давление может усиливаться, что несёт риск как потери объёмов, так и сужения маржинальности из-за необходимости удерживать цены. |

ОБЗОР ВЫПУСКА

| Основные сведения о выпуске |               |
|-----------------------------|---------------|
| Рынок                       | Euro-Dollar   |
| Тип выпуска                 | Sr Unsecured  |
| Встроенные опционы          | Да            |
| Дата погашения              | 19.11.2030    |
| Количество лет до погашения | 4,29          |
| Купон                       | 7,38%         |
| Периодичность купона        | Раз в полгода |
| Дюрация                     | 3,51          |
| Доходность к погашению      | 6,96%         |
| Доходность к худшему        | 6,95%         |
| G-Spread                    | 257,11        |
| Текущая цена                | 101,48        |

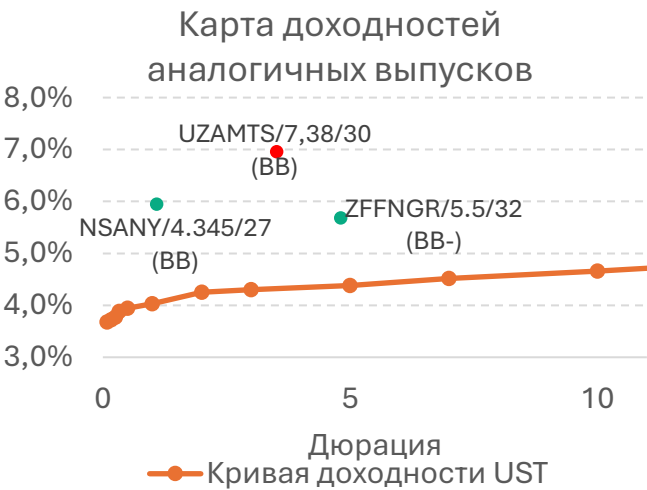
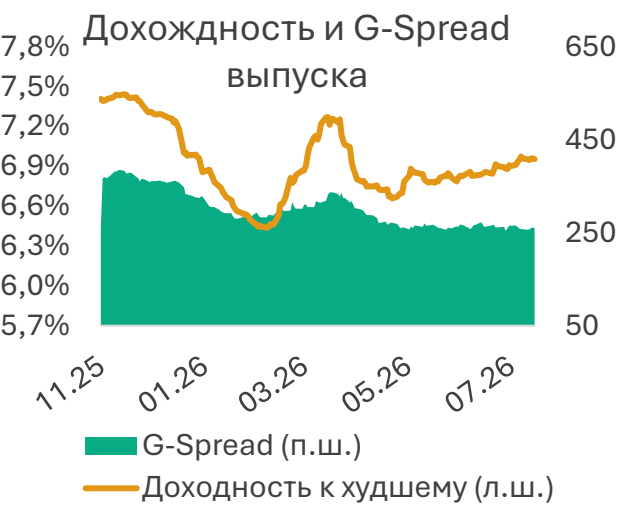


График досрочного погашения

| Период                | Цена от номинала   |
|-----------------------|--------------------|
| До 19.08.2030         | make whole @ 50 бп |
| 19.08.2030-19.11.2030 | 100                |





АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Инвестиции в облигации связаны с кредитным, процентным и рыночным рисками, включая риск неисполнения эмитентом обязательств по выплате основного долга и вознаграждения. Стоимость облигаций может изменяться как в сторону увеличения, так и уменьшения. Инвестиции в еврооблигации связаны с кредитным, рыночным, процентным и валютным рисками. Изменения валютных курсов и рыночных условий могут привести к снижению стоимости инвестиций и возникновению убытков.

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга и маркет-мейкера, в том числе для эмитентов, упомянутых в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».