

UzNIF: starke H1-Zahlen 2026

NAV 2,63 Mrd. USD | 33,61 USD je GDR | +8,5% ggü. Mai



Gewinn H1 2026:
2,1 Bio. UZS

National Investment Fund of Uzbekistan

UzNIF Halbjahresbericht 2026

Mit KI-Unterstützung generiertes Executive Summary & Investment-Analyse

Das Original kann u.a. von Franklin Templeton bezogen werden.

Datum der Analyse: 28. August 2026

Berichtszeitraum: 1. Halbjahr 2026 (Ende: 30. Juni 2026)

Dieses Dokument fasst die operativen, finanziellen und strategischen Entwicklungen des National Investment Fund of the Republic of Uzbekistan (UzNIF) zusammen. Der Fokus liegt auf harten Fakten, der Portfolioentwicklung und anstehenden Privatisierungsschritten.

OSTinvestor

Dies ist keine Anlageberatung, keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Ich schreibe auf ostinvestor.com über meine Investment-Ideen. Ich erteile keine Anlageberatung. Ich möchte mit meiner Website den wenigen Menschen, die noch selbst denken (gibt es die überhaupt noch?), meine Gedanken zum Thema Börse & Finanzen mitteilen. Ich denke selbst, ich handle selbst, ich investiere mein eigenes Kapital. Ich verkaufe nichts.

1. Einleitung & Meilensteine im 1. Halbjahr 2026

Der **National Investment Fund of the Republic of Uzbekistan (UzNIF)** hat sich im ersten Halbjahr 2026 als das zentrale Vehikel für Investoren positioniert, die ein diversifiziertes Exposure in den usbekischen Markt suchen. Verwaltet von *Franklin Templeton Asset Management (FTAM)*, hat der Fonds bedeutende strategische und strukturelle Meilensteine erreicht.

Das herausragende Ereignis war das **Dual Listing am 18. Mai 2026**. Die Stammaktien des Fonds wurden an der Republican Stock Exchange "Toshkent" (RSE) und die Global Depositary Receipts (GDRs) an der London Stock Exchange (LSE) zugelassen.

- **Emissionsvolumen:** Das Wirtschafts- und Finanzministerium (MoEF) verkaufte bestehende Wertpapiere, die ca. 35,45 % des Aktienkapitals des Fonds repräsentieren. Die Bruttoerlöse beliefen sich auf ca. **691,5 Mio. USD**.
- **Bedeutung:** Es handelte sich um den größten Börsengang an der LSE seit 2021 und das erste internationale öffentliche Aktienangebot Usbekistans. Die Nachfrage überstieg 2,9 Mrd. USD, gestützt durch Cornerstone-Investoren wie BlackRock, Franklin Resources und Redwheel.
- **Aktionärsstruktur (30. Juni 2026):** MoEF (64,55 %), GDR-Inhaber an der LSE (34,50 %), private und institutionelle lokale Investoren (0,95 %).

2. Finanzielle Kernfakten & NAV-Entwicklung

Trotz eines volatilen globalen Umfelds zeigte der UzNIF im ersten Halbjahr eine robuste Performance, die stark von unternehmensspezifischen Neubewertungen und regulatorischen Reformen in Usbekistan getragen wurde.

Kennzahl	30. Juni 2026	31. Dezember 2025	Veränderung
Net Asset Value (NAV)	31.669.509 Mio. UZS	29.861.539 Mio. UZS	+6,1 %
NAV in USD (indikativ)	2.625,8 Mio. USD	2.483,2 Mio. USD	+5,7 %
NAV pro Aktie	6,2659 UZS	5,9082 UZS*	+6,1 %
GDR Preis (LSE)	31,60 USD	n/a	-
Abschlag zum NAV (GDR)	-5,99 %	-	-

*Rückwirkend angepasst für die 5-für-1 Aktienkonsolidierung im April 2026.

Ergebnistreiber & Dividenden

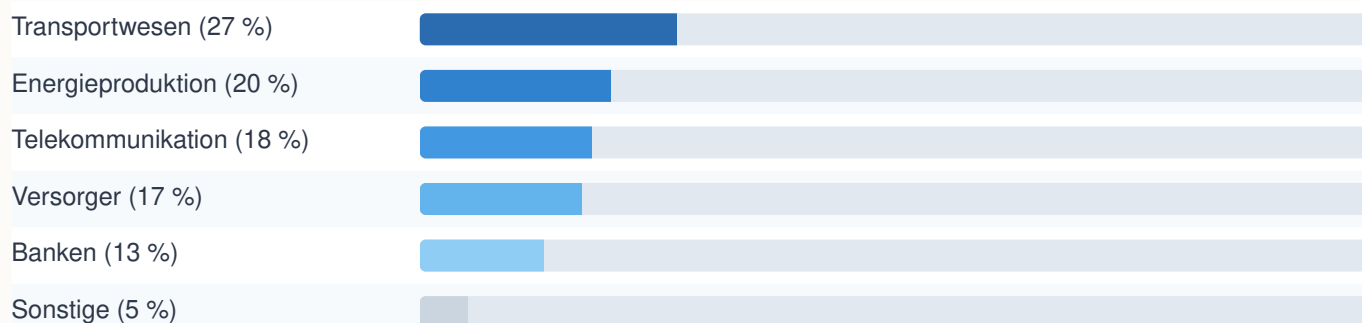
Der Nettogewinn für das erste Halbjahr belief sich auf **2,056 Billionen UZS** (ca. 170 Mio. USD). Dieser resultierte primär aus:

1. **Nicht realisierten Bewertungsgewinnen:** 2,17 Billionen UZS, hauptsächlich getrieben durch positive Neubewertungen bei *JSC National Electric Grid*, *JSC Uzbektelecom* und *JSC Thermal Power Plants*.
2. **Dividendenerträgen:** 340,99 Mio. UZS Bruttodividenden, ausgeschüttet von *JSC Thermal Power Plants*, *JSC Uzbek Commodity Exchange* und *JSC Uzbektelecom*. Besonders attraktiv für Investoren: **Dividenden des Fonds sind bis zum 1. Januar 2030 von der Körperschaftssteuer in Usbekistan befreit.**

3. Portfolio-Struktur (Stand: 30. Juni 2026)

Im März 2026 führte der Fonds einen Anteilstausch mit dem MoEF durch: Die Anteile an *JSC Navoiyazot* und der *Xalq Bank* wurden abgegeben. Im Gegenzug erhielt der Fonds weitere 5 % an *JSC Uzbektelecom*, 10 % an der *SQB Bank* und 10 % an *JSC Uzbekinvest*. Das Portfolio besteht nun aus strategischen Minderheitsbeteiligungen (25 % bis 40 %) an 13 Unternehmen.

Sektorale Aufteilung



Die Top 5 Beteiligungen (71,6 % des NAV)

Unternehmen	Sektor	Anteil	Wert (Mio. USD)	% des NAV
1. JSC Uzbektelecom	Telekommunikation	30 %	479,28	18,3 %
2. JSC Uzbekistan Airways	Transportwesen	25 %	399,49	15,2 %
3. JSCB "SQB"	Banken	40 %	355,21	13,5 %
4. JSC Uzbekhydroenergo	Energieproduktion	37 %*	351,76	13,4 %
5. JSC Temiryo'linfratuzilma	Transportwesen (Bahn)	40 %	294,10	11,2 %

* Verwässert durch eine Kapitalerhöhung; der Anteil wurde nach dem Stichtag auf 40 % wiederhergestellt.

4. Fundamentale Bewertungstreiber & Highlights der Holdings

Die Bewertungen der nicht gelisteten oder illiquiden Beteiligungen basieren auf unabhängigen Gutachten (Discounted Cash Flow oder Dividend Discount Model). Die massivsten Werttreiber im ersten Halbjahr waren strukturelle Regulierungsreformen und starke operative Ergebnisse.

Die größten Gewinner im Portfolio

- **JSC National Electric Grid (+81 % / +125,7 Mio. USD):** Der Wertsprung ist fast ausschließlich auf die vorgezogene Einführung der *Regulatory Asset Base (RAB)*-Regulierung zurückzuführen. Das Bewertungsmodell geht nun von einer Einführung ab 1. Januar 2027 aus (ein Jahr früher als zuvor). Zudem sank der WACC von 16,6 % auf 14,6 %, da die Länderrisikoprämie abnahm.
- **JSC Uzbektelecom (+30 % / +109,5 Mio. USD):** Neben der Erhöhung des Anteils auf 30 % glänzte der nationale Telekommunikationsanbieter mit starkem ARPU-Wachstum (Average Revenue Per User) im Mobilfunk und Breitband. Höhere EBITDA-Margen und ein stärkerer UZS-Wechselkurs (reduziert CAPEX-Kosten in Fremdwährung) trieben die Bewertung nach oben.
- **JSC Thermal Power Plants (+114 % / +85,3 Mio. USD):** Die Einbeziehung des Kraftwerks Takhiatash in den Bewertungsumfang sowie die geplante Inbetriebnahme eines neuen 300-MW-Blocks ab 2030 führten zu deutlich höheren prognostizierten Cashflows. Auch hier stützte der angenommene Übergang zur RAB-Methodik.
- **JSCB "SQB" (+9 % like-for-like):** Die Bank steigerte ihren Nettogewinn im Jahr 2025 um 38 % auf 1,5 Billionen UZS. Geringere Rückstellungskosten und ein sinkender Diskontierungssatz hoben die Bewertung, auch wenn schwächere Nettozinss margins und strengere Eigenkapitalvorschriften der Zentralbank dämpfend wirkten. Das Implied Price-to-Book-Ratio bleibt bei attraktiven 0,83x (nach Kontrollabschlag).

Die größten Verlierer im Portfolio

- **JSC Hududgazta'minot (-33 % / -49,4 Mio. USD):** Negativ wirkte sich die Änderung der RAB-Methodik aus. Die Basis der regulierten Vermögenswerte wird nun nach IFRS-Buchwerten anstatt nach den historisch höheren Wiederbeschaffungskosten (DRC) berechnet. Dies senkt die künftigen regulierten Renditen signifikant.
- **JSC Temiryo'linfratuzilma (-19 % / -68,3 Mio. USD):** Im Rahmen der Restrukturierung des Eisenbahnsektors wurde ein erheblicher Teil der Schulden (ca. 797 Mio. USD) auf die Infrastrukturgesellschaft übertragen, was den Eigenkapitalwert drückte.
- **JSC Uzbekhydroenergo (-10 %):** Ähnlich wie im Gassektor führte die Umstellung der RAB-Vermögensbasis auf IFRS-Werte (die seit 2018 nicht neu bewertet wurden) zu geringeren prognostizierten Tarifeinnahmen. Zudem fiel die Stromerzeugung aufgrund ungünstiger hydrologischer Bedingungen im Jahr 2025 um 21 % auf 6,5 TWh.

5. Zukünftige Entwicklungen: Tarifreformen & Privatisierungspipeline

Die RAB-Tarifreform: Ein Game-Changer für den Energiesektor

Ein wesentliches Thema für oinvestor-Leser ist die historische Umstrukturierung des usbekischen Energiesektors. Die Regierung setzt das **Regulatory Asset Base (RAB)**-Framework um, welches garantiert, dass regulierte Netzbetreiber ihre Betriebskosten decken und eine angemessene Rendite (WACC von ca. 14-16 %) auf ihr investiertes Kapital erzielen.

Bereits am 15. Juli 2026 genehmigte die interministerielle Tarifkommission erste Tarifanpassungen (wirksam ab August 2026): +8 % für Stromerzeugung, +18 % für Übertragung und gewaltige +28 % für Gasverteilung. Diese Anpassungen betreffen Abrechnungen *innerhalb* des Sektors und sind ein Vorbote der vollständigen RAB-Einführung, die in den UzNIF-Modellen konservativ für den **1. Januar 2027** angesetzt ist. Die Sensitivitätsanalysen des Fonds zeigen, dass eine Verschiebung der RAB-Einführung nach hinten die Bewertungen der Versorger drastisch reduzieren würde, während das aktuelle Timing eine hohe Cashflow-Sichtbarkeit bietet.

Kommende Börsengänge (IPOs) aus dem Portfolio

Gemäß dem Präsidialdekret № PQ-145 wurden sechs Unternehmen aus dem UzNIF-Portfolio für potenzielle Börsengänge (IPO/SPO) auf nationalen und internationalen Märkten nominiert. Dies ist der wichtigste Katalysator für eine zukünftige NAV-Steigerung und Liquiditätsbeschaffung:

1. JSC Uzbekhydroenergo
2. JSC National Electric Grid of Uzbekistan

3. JSC Regional Electric Networks
4. JSC Hududgazta'minot
5. JSC Uzbekistan Airways
6. JSC Uzbektelecom

Im ersten Halbjahr 2026 trieb FTAM die Pre-IPO-Vorbereitungen aktiv voran. Für fünf dieser Unternehmen (Airways, Grid, Telecom, Hydroenergo und die SQB Bank) läuft derzeit die Auswahl der Equity-Advisors sowie das IPO-Readiness-Assessment. Ein erfolgreicher Börsengang dieser Giganten würde nicht nur verborgene Werte heben (Verringerung der Inliquiditätsabschläge), sondern dem Fonds auch erhebliche Barzuflüsse bescheren.

6. Fazit für ostinvestor.com Leser

Für risikobewusste Frontier-Market-Investoren bietet der UzNIF ein institutionell verwaltetes Vehikel, um die Transformation Usbekistans von einer staatlich gelenkten Wirtschaft zu einem marktwirtschaftlichen Modell zu partizipieren.

- **Governance-Upgrade:** FTAM hat bereits Einsitz in die Aufsichtsräte aller 13 Portfolio-Unternehmen genommen. Die Ernennung unabhängiger Aufsichtsräte und neuer CFOs (wie kürzlich bei Temiryo'linfratuzilma) erhöht Transparenz und Kapitaleffizienz.
- **Bewertungsabschlag:** Ende Juni 2026 notierten die GDRs an der LSE mit einem **Abschlag von 5,99 % auf den NAV**. Angesichts der konservativen Bewertungsmethoden (erhebliche "Discount for Lack of Control" von ca. 11,8 % in den DCF-Modellen) und der Tatsache, dass die vollständigen RAB-Tarife erst ab 2027 eingepreist sind, birgt der NAV weiteres Upside-Potenzial.
- **Makro-Rückenwind:** Ein sich stabilisierender UZS und sinkende Zinsen (WACC-Kompression) wirken als Turbo auf die stark fremdfinanzierten Infrastruktur-Assets im Fonds.

Investoren sollten die anstehenden IPOs der Portfolio-Unternehmen sowie die endgültigen Regularien der Tarifkommission im zweiten Halbjahr 2026 genau beobachten. Jeder Vollzug eines Teil-Exits (IPO) wird die Berechnungsbasis des NAV von internen Modellen hin zu echten Marktpreisen verschieben und könnte den aktuellen Discount der UzNIF-GDRs schnell schließen.

Disclaimer: Diese Zusammenfassung basiert auf dem Halbjahresbericht des UzNIF zum 30. Juni 2026. Sie stellt keine Anlageberatung dar. Anlagen in Frontier Markets bergen hohe Risiken, einschließlich Währungs-, Liquiditäts- und politischer Risiken.