Узбекский финтех

У финтех-бума есть удобный ракурс. Из него видны новые приложения, инвестиционные раунды и миллионы пользователей. Почти не виден человек, который должен вернуть деньги. Между этими двумя картинками и проходит мой главный вопрос к узбекскому рынку. Насколько быстро растёт способность людей платить по сравнению со способностью компаний выдавать им новый лимит.

В марте Uzum объявил о привлечении более 130 млн долларов. Компания указала оценочный ориентир 2,3 млрд долларов до привлечения средств, сочетание акционерного и структурированного финансирования и условия конвертации, связанные со следующим раундом. Это существенная сделка, но её нельзя свести к простой продаже одинаковых акций по единой цене. [1]

По данным ЦБ, в 2025 году в Узбекистан поступило 18,9 млрд долларов международных переводов, на 28% больше годом ранее. Такой поток поддерживает покупки и семейные бюджеты. Однако ни перевод на карту, ни одобренная рассрочка сами по себе не создают устойчивого заработка внутри страны. [3]

Моя гипотеза состоит в том, что скорость финансовой дистрибуции способна обогнать устойчивость доходов. Это не приговор Узбекистану и не обещание скорого обвала. Это вопрос к бизнес-модели, которая на растущем рынке слишком легко принимает доступность денег за качество спроса.

Две скорости одной страны

Критика становится слабее, если для неё приходится уменьшать реальные достижения. МВФ зафиксировал рост ВВП Узбекистана на 7,7% в 2025 году и на 8,7% год к году в первом квартале 2026-го. В июньском сообщении фонд отмечал прочные макроэкономические показатели и снижение инфляции до 7% в апреле. Это совсем не описание остановившейся экономики. [4]

Всемирный банк при этом указывает на другую проблему. Экономический рост, долго опиравшийся на инвестиции, не обеспечивал желаемого увеличения занятости в период с 2017 по 2022 год. Для следующего этапа важны производительность, развитие частного сектора и качество рабочих мест. Рост производства и рост устойчивых доходов связаны, но не тождественны. [10]

В финансовой презентации страна может выглядеть единым рынком. В кредитном портфеле она распадается на людей с разными работодателями, сезонностью доходов и семейными обязательствами. Среднее значение скрывает эту неоднородность. Обслуживание долга происходит в конкретном бюджете, а не в строке национального ВВП.

---

[1] Uzum. Стратегическое финансирование и условия оценки, 10 марта 2026 года. Открыть источник

[3] Центральный банк Узбекистана. Обзор международной миграции и валютных операций населения, март 2026 года, страницы 2-3. Открыть источник

[4] МВФ. Консультации по Статье IV, сообщение от 18 июня 2026 года. Открыть источник

[10] Всемирный банк. Экономический меморандум об Узбекистане, 2025 год. Открыть источник

Две скорости одной страны · продолжение

Нацкомстат оценил среднемесячную номинальную начисленную зарплату за 2025 год в 6 376,7 тыс. сумов, на 18,9% выше предыдущего года. Это средняя начисленная зарплата в рамках статистического наблюдения. Она не равна медианному доходу, сумме на руки или свободному остатку каждой семьи. [5]

Поэтому спор о потолке нужно вести точнее. Узбекистан способен расти быстро. Но из этого не следует, что любой темп расширения розничного кредита безопасен и что каждая новая финансовая компания получит достаточно платёжеспособных клиентов.

Uzum и арифметика больших чисел

В сообщении за 2025 год Uzum представил неаудированные результаты. Компания заявила чистую прибыль 176 млн долларов, оборот товаров на площадках электронной коммерции свыше 500 млн и объём продуктов рассрочки и кредитования 1,2 млрд долларов, почти втрое выше предыдущего года. Платёжный оборот достиг 11,1 млрд долларов. [2]

Перед нами четыре разных показателя. Прибыль остаётся после признанных расходов. Товарный оборот отражает стоимость продаж. Объём финансирования за год описывает поток выдач. Платёжный оборот считает движение денег, причём одни и те же средства способны участвовать в нескольких операциях. Ни один из этих показателей нельзя автоматически подставлять вместо другого.

Особенно опасно сравнивать годовые выдачи с доходами людей так, будто все выданные деньги одновременно остаются непогашенным долгом. Для оценки нагрузки нужны остаток задолженности, графики платежей, число уникальных заёмщиков и их совокупные обязательства. Быстрое погашение и повторная выдача увеличивают оборот даже при неизменном среднем остатке.

Экосистема действительно получает преимущество. Покупка приводит человека в приложение, платёж создаёт регулярный контакт, финансовый продукт увеличивает доход от отношений. Но превращение покупателя в заёмщика должно приносить пользу и ему. Иначе удобство становится только более короткой дорогой к долгу.

За ростом оборотов остаются участники, которые финансируют покупку, принимают риск и получают платежи семьи. Их экономика особенно хорошо видна, когда очередная группа клиентов приходит с менее устойчивыми доходами. Тогда способность компании продолжать работу зависит от распределения потерь и стоимости ресурсов, которые в удачном периоде могли оставаться незаметными.

Маркетплейс не сводится к витрине кредита

Соблазн назвать маркетплейс исключительно воронкой для выдачи займов понятен. Он позволяет одним предложением объяснить всю экосистему. Но хорошая критика должна выдерживать встречные факты. Склад, сортировка и доставка выполняют реальную работу независимо от того, куплен товар за собственные деньги или в рассрочку.

---

[2] Uzum. Неаудированные финансовые и операционные результаты за 2025 год, 12 февраля 2026 года. Открыть источник

[5] Нацкомстат Узбекистана. Среднемесячная начисленная зарплата за январь-декабрь 2025 года, предварительные данные. Открыть источник

Маркетплейс не сводится к витрине кредита · продолжение

В июле 2026 года Uzum сообщил о более чем 500 млн долларов инвестиций в инфраструктуру. Компания описала сеть из более 2 100 точек выдачи, точек внутри магазинов и франчайзинговых объектов в 626 населённых пунктах, а также свыше 18 тысяч активных продавцов. Это сведения самой компании на указанную дату. [6]

Такая инфраструктура может снижать стоимость доступа к покупателю и расширять рынок для регионального продавца. Эффект нельзя заранее обнулить только потому, что рядом существует кредитный бизнес. Однако и число точек выдачи не доказывает, что каждая продажа прибыльна без финансовой поддержки группы.

Разделение результатов по направлениям должно показывать расходы на доставку и привлечение, самостоятельный заработок торговой части и порядок распределения общих затрат. Зависимость продаж от условий рассрочки требует отдельного сценария, в котором выдача финансирования становится строже, а покупатель получает меньше возможностей перенести оплату. Ответы отделяют самостоятельную торговую инфраструктуру от модели, слишком зависимой от нового долга.

Я бы не спорил с тем, что экосистема создаёт ценность. Я бы спорил с автоматическим переносом этой ценности на любую её оценку и любой темп роста. Хорошая логистика и перегретое кредитование могут существовать внутри одной группы одновременно.

Рассрочка оставляет след в цене товара

На экране покупателя рассрочка начинается с суммы ежемесячного платежа. У продавца она начинается значительно раньше, когда обсуждаются цена услуги, сроки получения денег и условия возврата. Если финансирование не оплачивает непосредственно покупатель, у него всё равно есть источник покрытия. Это может быть комиссия продавца, бюджет продвижения, доход от других продуктов или временная субсидия инвестора. Отсутствие отдельной строки процентов ещё ничего не говорит о распределении расходов между участниками сделки.

Возьмём условную покупку за 3 млн сумов. Пусть торговец отдаёт финансовому партнёру 8% и получает 2,76 млн. Предположим, закупка, доставка и обычные операционные расходы вместе составляют 2,6 млн. После финансовой комиссии остаётся 160 тысяч вместо 400 тысяч до неё. Это не тариф какой-либо узбекской компании, а проверочная модель. Она показывает, почему рост количества заказов может соседствовать с ухудшением положения продавца. Оборот увеличивается быстрее, чем сумма, которую владелец бизнеса способен оставить себе.

Продавец может согласиться на такую экономику, если рассрочка приводит покупателя, который иначе не совершил бы покупку, и остаётся положительный дополнительный доход. Однако для этого нужно отличить новые продажи от прежних, просто переведённых в более дорогой канал. Если постоянный покупатель теперь платит частями вместо оплаты сразу, кредитный сервис получает доход, а торговец несёт дополнительные издержки без обязательного роста спроса. Одинаковая конверсия на экране скрывает два разных результата для бизнеса.

[6] Uzum. Инвестиции в инфраструктуру, 8 июля 2026 года. Открыть источник