

|                       |                  |         |                |         |              |         |
|-----------------------|------------------|---------|----------------|---------|--------------|---------|
| <b>Impact Factor:</b> | ISRA (India)     | = 6.317 | SIS (USA)      | = 0.912 | ICV (Poland) | = 6.630 |
|                       | ISI (Dubai, UAE) | = 1.582 | ПИИЦ (Russia)  | = 0.191 | PIF (India)  | = 1.940 |
|                       | GIF (Australia)  | = 0.564 | ESJI (KZ)      | = 8.100 | IBI (India)  | = 4.260 |
|                       | JIF              | = 1.500 | SJIF (Morocco) | = 6.004 | OAJI (USA)   | = 0.350 |

SOI: [1.1/TAS](https://doi.org/10.15863/TAS) DOI: [10.15863/TAS](https://doi.org/10.15863/TAS)

**International Scientific Journal**  
**Theoretical & Applied Science**

p-ISSN: 2308-4944 (print) e-ISSN: 2409-0085 (online)

Year: 2026 Issue: 05 Volume: 157

Received: 10.05.2026  
 Accepted/Published: 30.05.2026 <https://T-Science.org>

Issue

Article



**O.E. Otto**

Branch of the Russian State University of Oil and Gas (NRU) named after I.M. Gubkin in Tashkent  
 Ph.D., Associate Professor

**S.D. Yetkareva**

Branch of the Russian State University of Oil and Gas (NRU) named after I.M. Gubkin in Tashkent  
 Student

## FACTOR ASSESSMENT OF THE INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF UZBEKNEFTEGAZ JSC IN THE CONTEXT OF CHANGES IN PROFITABILITY AND DEBT BURDEN

**Abstract:** The purpose of the article is to factor assess the investment attractiveness of Uzbekneftegaz JSC for 2019-2024. The methodological basis of the study is a seven-factor model of return on assets, supplemented by the method of chain substitutions, dynamic analysis of profits, assets and capital structure. According to the calculations, it was found that in 2024 the return on assets recovered to 0.0375 against 0.0044 in 2023, while the return on sales was 0.15, the turnover of current assets was 3.19, and the share of borrowed capital in assets was 0.51. The scientific novelty of the work lies in the application of the decomposed ROA model to a national oil and gas company, highlighting the contribution of profitability, liquidity, settlement structure and debt burden. The practical significance of the results is to identify ways to increase investment attractiveness through improving the quality of profits, managing current assets and controlling debt burden.

**Key words:** seven-factor ROA model, turnover of current assets, capital structure, chain substitution method, liquidity, accounts receivable, accounts payable, debt burden.

**Language:** Russian

**Citation:** Otto, O.E., & Yetkareva, S.D. (2026). Factor assessment of the investment attractiveness of Uzbekneftegaz JSC in the context of changes in profitability and debt burden. *ISJ Theoretical & Applied Science*, 05 (157), 345-352.

**Soi:** <https://s-o-i.org/1.1/TAS-05-157-22>

**Doi:**  <https://dx.doi.org/10.15863/TAS.2026.05.157.22>

**Scopus ASCC:** 2001.

### ФАКТОРНАЯ ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АО «УЗБЕКНЕФТЕГАЗ» В КОНТЕКСТЕ ИЗМЕНЕНИЙ ПРИБЫЛЬНОСТИ И ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

**Аннотация:** Цель статьи состоит в факторной оценке инвестиционной привлекательности АО «Узбекнефтегаз» за 2019–2024 гг. Методологическую основу исследования составляет семифакторная модель рентабельности активов, дополненная методом цепных подстановок, динамическим анализом прибыли, активов и структуры капитала. По результатам расчётов установлено, что в 2024 году рентабельность активов восстановилась до 0,0375 против 0,0044 в 2023 году, при этом рентабельность продаж составила 0,15, оборачиваемость оборотных активов — 3,19, а доля заёмного капитала в активах — 0,51. Научная новизна работы заключается в применении разложенной модели ROA к национальной нефтегазовой компании с выделением вклада прибыльности, ликвидности, структуры расчётов и долговой нагрузки. Практическая значимость результатов состоит в выявлении направлений повышения инвестиционной привлекательности через улучшение качества прибыли, управление оборотными активами и контроль долговой нагрузки.

|                       |                         |                |                       |                |                     |                |
|-----------------------|-------------------------|----------------|-----------------------|----------------|---------------------|----------------|
| <b>Impact Factor:</b> | <b>ISRA (India)</b>     | <b>= 6.317</b> | <b>SIS (USA)</b>      | <b>= 0.912</b> | <b>ICV (Poland)</b> | <b>= 6.630</b> |
|                       | <b>ISI (Dubai, UAE)</b> | <b>= 1.582</b> | <b>ПИИЦ (Russia)</b>  | <b>= 0.191</b> | <b>PIF (India)</b>  | <b>= 1.940</b> |
|                       | <b>GIF (Australia)</b>  | <b>= 0.564</b> | <b>ESJI (KZ)</b>      | <b>= 8.100</b> | <b>IBI (India)</b>  | <b>= 4.260</b> |
|                       | <b>JIF</b>              | <b>= 1.500</b> | <b>SJIF (Morocco)</b> | <b>= 6.004</b> | <b>OAJI (USA)</b>   | <b>= 0.350</b> |

**Ключевые слова:** *семифакторная модель ROA, оборачиваемость оборотных активов, структура капитала, метод цепных подстановок, ликвидность, дебиторская задолженность, кредиторская задолженность, долговая нагрузка.*

## Введение

Актуальность исследования усиливается тем, что инвестиционное развитие энергетического сектора закреплено на уровне стратегических и отраслевых документов Республики Узбекистан. В Стратегии «Узбекистан — 2030» предусмотрено освоение 250 млрд долл. инвестиций, включая 110 млрд долл. иностранных инвестиций и 30 млрд долл. инвестиций в рамках государственно-частного партнерства, а также реализация более 500 стратегически значимых технологических и инфраструктурных проектов общей стоимостью 150 млрд долл. [1]. Институциональная среда инвестиционной деятельности в стране предусматривает правовые гарантии для инвесторов, меры государственной поддержки, льготы и преференции, что формирует основу для оценки инвестиционной привлекательности крупных национальных компаний [2]. В нефтегазовой отрасли данная задача конкретизирована документами, направленными на стабильное обеспечение экономики энергоресурсами, финансовое оздоровление и совершенствование системы управления отраслью, включая реорганизацию и перераспределение активов в структуре АО «Узбекнефтегаз» [3; 4]. Поэтому анализ инвестиционной привлекательности АО «Узбекнефтегаз» имеет не только корпоративное, но и стратегическое значение для оценки качества финансового развития национального нефтегазового комплекса.

АО «Узбекнефтегаз» занимает важное положение в нефтегазовой отрасли страны, однако его финансовая динамика свидетельствует о наличии противоречивых тенденций. В 2019–2024 гг. выручка компании увеличилась с 24 225 до 34 127 млрд сум, а общая сумма активов — с 81 804 до 136 671 млрд сум. Вместе с тем чистая прибыль после роста до 5 515 млрд сум в 2021 году составила 5 122 млрд сум в 2024 году, а заёмный капитал в 2024 году достиг 69 994 млрд сум против 66 677 млрд сум собственного капитала. Это указывает на необходимость более глубокой оценки качества финансового роста компании. Объектом исследования является АО «Узбекнефтегаз», предметом — финансово-экономические факторы его инвестиционной привлекательности. Цель статьи состоит в факторной оценке инвестиционной привлекательности компании за 2019–2024 гг. на основе анализа рентабельности, ликвидности, финансовой устойчивости и долговой нагрузки [11].

Для достижения цели поставлены следующие задачи: систематизировать подходы к оценке инвестиционной привлекательности нефтегазовых компаний; обосновать применение семифакторной модели ROA; рассчитать факторы рентабельности активов за 2019–2024 гг.; определить вклад отдельных факторов в изменение ROA и сформулировать направления повышения инвестиционной привлекательности. Исследовательская гипотеза состоит в том, что инвестиционная привлекательность компании определяется не только восстановлением прибыли, но и устойчивостью оборачиваемости активов, ликвидности и структуры капитала.

## Обзор литературы

В научной литературе инвестиционная привлекательность предприятия рассматривается как комплексная характеристика, отражающая способность компании обеспечивать доходность вложенного капитала, финансовую устойчивость и приемлемый уровень рисков. Для нефтегазовых компаний данный вопрос особенно важен из-за высокой капиталоемкости отрасли, длительного инвестиционного цикла и зависимости от заемного финансирования [6; 7; 13].

В рамках исследования выделяются три подхода к оценке инвестиционной привлекательности. Финансово-коэффициентный подход основан на расчете ликвидности, рентабельности, финансовой устойчивости и долговой нагрузки; его преимущество состоит в сопоставимости показателей, а ограничение — в слабом раскрытии причин изменения итогового результата. Стоимостной подход связывает привлекательность компании со способностью создавать стоимость для инвесторов, однако требует рыночных данных и допущений о стоимости капитала [5; 13]. Факторный подход занимает промежуточное положение: он опирается на бухгалтерскую отчетность, но позволяет показать, за счет каких элементов формируется изменение рентабельности активов. Именно поэтому для данной статьи выбран факторный анализ, а не только стандартная система финансовых коэффициентов [8; 9; 12].

Семифакторная модель ROA применяется как инструмент детализации инвестиционной привлекательности через прибыльность продаж, оборачиваемость оборотных активов, ликвидность, состояние расчетов с дебиторами и кредиторами, а также структуру заемного капитала. По сравнению с простым анализом ROA данный подход позволяет разделить влияние операционного результата, оборотного капитала и

## Impact Factor:

ISRA (India) = 6.317  
ISI (Dubai, UAE) = 1.582  
GIF (Australia) = 0.564  
JIF = 1.500

SIS (USA) = 0.912  
ПИИЦ (Russia) = 0.191  
ESJI (KZ) = 8.100  
SJIF (Morocco) = 6.004

ICV (Poland) = 6.630  
PIF (India) = 1.940  
IBI (India) = 4.260  
OAJI (USA) = 0.350

долговой нагрузки, что особенно важно для капиталоемких нефтегазовых компаний [8; 12].

### Методология

Методологической основой исследования является semifactorial модель рентабельности

$$ROA = \frac{ЧП}{А} = \frac{ЧП}{В} \times \frac{В}{ОА} \times \frac{ОА}{КрОб} \times \frac{КрОб}{ДЗ} \times \frac{ДЗ}{КЗ} \times \frac{КЗ}{ЗК} \times \frac{ЗК}{А}, \quad (1)$$

где ЧП — чистая прибыль, В — выручка, ОА — оборотные активы, КрОб — краткосрочные обязательства, ДЗ — дебиторская задолженность, КЗ — кредиторская задолженность, ЗК — заёмный капитал, А — совокупные активы.

активов, в которой итоговый показатель ROA раскрывается через последовательное произведение взаимосвязанных финансовых коэффициентов. В развернутом виде модель имеет следующий вид:

Логика модели состоит в том, что промежуточные элементы дробей взаимно сокращаются, а произведение факторов приводит к исходному отношению чистой прибыли к активам [12].

Таблица 1. Описание факторов, влияющих на рентабельность активов

| Показатель | Формула   | Экономическое содержание                                           |
|------------|-----------|--------------------------------------------------------------------|
| a          | ЧП / В    | рентабельность продаж                                              |
| b          | В / ОА    | оборачиваемость оборотных активов                                  |
| c          | ОА / КрОб | обеспеченность краткосрочных обязательств оборотными активами      |
| d          | КрОб / ДЗ | соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности |
| k          | ДЗ / КЗ   | соотношение дебиторской и кредиторской задолженности               |
| l          | КЗ / ЗК   | доля кредиторской задолженности в заемном капитале                 |
| m          | ЗК / А    | доля заемного капитала в активах                                   |

Источник: разработано авторами на основе [8; 12].

Для оценки вклада отдельных факторов используется метод ценных подстановок. Расчет выполняется последовательно: сначала показатель предыдущего года принимается как базовый, затем факторы a, b, c, d, k, l и m поочередно заменяются значениями отчетного года. Разница между новым и предыдущим произведением фиксируется как вклад соответствующего фактора. Итоговая сумма факторных вкладов сопоставляется с фактическим

изменением ROA, что позволяет проверить корректность расчетов.

### Результаты

На основе финансовой отчетности АО «Узбекнефтегаз» были рассчитаны показатели прибыли, активов, структуры капитала и факторы рентабельности активов за 2019–2024 гг. Произведен анализ динамики затрат, операционной и чистой прибыли (рис.1).



Рисунок 1. Динамика себестоимости, валовой и чистой прибыли за 2019–2024 гг. [11]

Затраты и расходы увеличились с 19 533 млрд сум в 2019 году до 21 515 млрд сум в 2023 году, а

в 2024 году составили 22 207 млрд сум. Валовая прибыль достигала 8 633 млрд сум в 2023 году и

## Impact Factor:

ISRA (India) = 6.317  
ISI (Dubai, UAE) = 1.582  
GIF (Australia) = 0.564  
JIF = 1.500

SIS (USA) = 0.912  
ПИИЦ (Russia) = 0.191  
ESJI (KZ) = 8.100  
SJIF (Morocco) = 6.004

ICV (Poland) = 6.630  
PIF (India) = 1.940  
IBI (India) = 4.260  
OAJI (USA) = 0.350

увеличилась до 11 920 млрд сум в 2024 году. Чистая прибыль изменялась неравномерно: с 589 млрд сум в 2019 году она выросла до 5 515 млрд

сум в 2021 году, затем сократилась до 628 млрд сум в 2023 году и увеличилась до 5 122 млрд сум в 2024 году.



Рисунок 2. Динамика текущих и долгосрочных активов за 2019–2024 гг. [11]

Рисунок 2 отражает изменение структуры активов. Общая сумма активов выросла с 81 804 млрд сум в 2019 году до 136 596 млрд сум в 2023 году, а в 2024 году составила 136 671 млрд сум. Долгосрочные активы в 2024 году равны 125 860

млрд сум, текущие активы — 10 686 млрд сум. По сравнению с 2023 годом текущие активы уменьшились с 28 174 до 10 686 млрд сум, тогда как долгосрочные активы увеличились со 103 535 до 125 860 млрд сум.

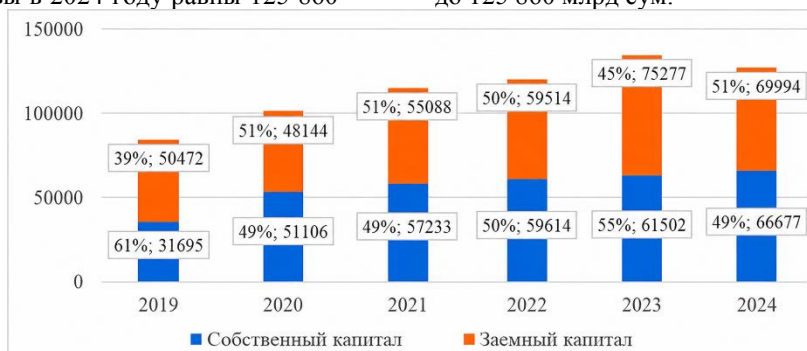


Рисунок 3. Структура капитала компании за 2019–2024 гг. [11]

Показано соотношение собственного и заемного капитала (рис. 3). В 2019 году собственный капитал составлял 31 695 млрд сум, заемный капитал — 50 472 млрд сум. В 2023 году собственный капитал достиг 61 502 млрд сум, а

заемный капитал — 75 277 млрд сум. В 2024 году собственный капитал составил 66 677 млрд сум, заемный капитал — 69 994 млрд сум; в структуре капитала это соответствует примерно 49% и 51% соответственно.

1

Таблица 2. Факторы рентабельности активов АО «Узбекнефтегаз» за 2019–2024 гг.

| Показатель  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| a (ЧП/В)    | 0,02   | 0,21   | 0,23   | 0,10   | 0,02   | 0,15   |
| b (В/ОА)    | 3,33   | 2,05   | 2,17   | 2,56   | 1,07   | 3,19   |
| c (ОА/КрОб) | 0,26   | 0,38   | 0,70   | 0,61   | 1,04   | 0,42   |
| d (КрОб/ДЗ) | 20,03  | 8,26   | 5,11   | 6,49   | 6,37   | 8,05   |
| k (ДЗ/КЗ)   | 0,17   | 0,37   | 0,47   | 0,35   | 0,56   | 0,41   |
| l (КЗ/ЗК)   | 0,17   | 0,19   | 0,12   | 0,14   | 0,10   | 0,11   |
| m (ЗК/А)    | 0,62   | 0,49   | 0,49   | 0,50   | 0,55   | 0,51   |
| ROA         | 0,0062 | 0,0465 | 0,0493 | 0,0248 | 0,0044 | 0,0375 |

Источник: разработано авторами на основе [11].

Рентабельность продаж в 2024 году составила 0,15 против 0,02 в 2023 году и 0,23 в 2021 году (таб.2). Оборачиваемость оборотных активов

увеличилась с 1,07 в 2023 году до 3,19 в 2024 году и приблизилась к уровню 2019 года, когда показатель составлял 3,33. Коэффициент

|                       |                         |                |                       |                |                     |                |
|-----------------------|-------------------------|----------------|-----------------------|----------------|---------------------|----------------|
| <b>Impact Factor:</b> | <b>ISRA (India)</b>     | <b>= 6.317</b> | <b>SIS (USA)</b>      | <b>= 0.912</b> | <b>ICV (Poland)</b> | <b>= 6.630</b> |
|                       | <b>ISI (Dubai, UAE)</b> | <b>= 1.582</b> | <b>ПИИЦ (Russia)</b>  | <b>= 0.191</b> | <b>PIF (India)</b>  | <b>= 1.940</b> |
|                       | <b>GIF (Australia)</b>  | <b>= 0.564</b> | <b>ESJI (KZ)</b>      | <b>= 8.100</b> | <b>IBI (India)</b>  | <b>= 4.260</b> |
|                       | <b>JIF</b>              | <b>= 1.500</b> | <b>SJIF (Morocco)</b> | <b>= 6.004</b> | <b>OAJI (USA)</b>   | <b>= 0.350</b> |
|                       |                         |                |                       |                |                     |                |

обеспеченности краткосрочных обязательств оборотными активами составил 0,42 в 2024 году против 1,04 в 2023 году. Доля заемного капитала в

активах в 2024 году равна 0,51, что соответствует структуре капитала (рис. 3).

**Таблица 3. Факторный анализ изменения ROA методом цепных подстановок**

| Влияние фактора | 2020/2019 | 2021/2020 | 2022/2021 | 2023/2022 | 2024/2023 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ΔRa             | 0,0590    | 0,0044    | -0,0279   | -0,0199   | 0,0285    |
| ΔRb             | -0,0251   | 0,0030    | 0,0039    | -0,0029   | 0,0657    |
| ΔRc             | 0,0185    | 0,0454    | -0,0033   | 0,0015    | -0,0584   |
| ΔRd             | -0,0345   | -0,0379   | 0,0060    | -0,0001   | 0,0107    |
| ΔRk             | 0,0285    | 0,0166    | -0,0072   | 0,0021    | -0,0141   |
| ΔRl             | 0,0062    | -0,0288   | 0,0035    | -0,0016   | 0,0033    |
| ΔRm             | -0,0123   | 0,0000    | 0,0005    | 0,0004    | -0,0029   |
| Итого ΔROA      | 0,0403    | 0,0028    | -0,0245   | -0,0205   | 0,0329    |

*Источник:* разработано авторами на основе [11].

Факторное разложение (таб. 3) показывает, что в 2024/2023 гг. суммарное изменение ROA составило 0,0329. Наибольший положительный вклад дала оборачиваемость оборотных активов (0,0657). Также положительное влияние оказали рентабельность продаж (0,0285), соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности (0,0107), а также доля

кредиторской задолженности в заемном капитале (0,0033). Отрицательное значение имеют факторы обеспеченности краткосрочных обязательств оборотными активами (-0,0584), соотношения дебиторской и кредиторской задолженности (-0,0141) и доли заемного капитала в активах (-0,0029).

**Таблица 4. Коэффициенты прироста факторов в течение 2019–2024 гг.**

| Фактор      | 2020/2019 | 2021/2020 | 2022/2021 | 2023/2022 | 2024/2023 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| a (ЧП/В)    | 9,50      | 0,10      | -0,57     | -0,80     | 6,20      |
| b (В/ОА)    | -0,38     | 0,06      | 0,18      | -0,58     | 1,98      |
| c (ОА/КрОб) | 0,46      | 0,84      | -0,13     | 0,70      | -0,59     |
| d (КрОб/ДЗ) | -0,59     | -0,38     | 0,27      | -0,02     | 0,26      |
| k (ДЗ/КЗ)   | 1,18      | 0,27      | -0,26     | 0,60      | -0,28     |
| l (КЗ/ЗК)   | 0,12      | -0,37     | 0,17      | -0,29     | 0,09      |
| m (ЗК/А)    | -0,21     | 0,00      | 0,02      | 0,10      | -0,07     |

*Источник:* разработано авторами на основе [11].

Получены результаты относительных изменений факторов. В 2024/2023 гг. наибольший прирост зафиксирован по рентабельности продаж — 6,20 (таб. 4). Оборачиваемость оборотных активов увеличилась на 1,98, соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности — на 0,26, а доля кредиторской задолженности в заемном капитале — на 0,09. Одновременно коэффициент обеспеченности краткосрочных обязательств оборотными активами снизился на 0,59, соотношение дебиторской и кредиторской задолженности — на 0,28, а доля заемного капитала в активах — на 0,07.

#### Обсуждение результатов

Полученные результаты показывают, что в 2024 году инвестиционная привлекательность АО «Узбекнефтегаз» характеризуется неоднозначной динамикой. С одной стороны, после резкого снижения чистой прибыли в 2023 году до 628

млрд сум компания восстановила показатель до 5 122 млрд сум. Это отразилось на росте ROA с 0,0044 до 0,0375 и на положительном факторном вкладе рентабельности продаж. Для инвестора такой результат означает улучшение способности компании генерировать прибыль на единицу активов по сравнению с 2023 годом.

С другой стороны, структура результатов требует дополнительной интерпретации. Операционная прибыль в 2024 году составила 11 920 млрд сум против 8 633 млрд сум в 2023 году, а показатель реализации и прочего дохода увеличился до 34 127 млрд сум. При этом чистая прибыль выросла с 628 до 5 122 млрд сум. Следовательно, улучшение финансового результата в 2024 году связано не только с ростом итоговой прибыли, но и с изменением операционного результата, финансовых расходов, курсовых разниц и налоговой нагрузки. Для повышения качества инвестиционной привлекательности компании важно обеспечивать

## Impact Factor:

ISRA (India) = 6.317  
ISI (Dubai, UAE) = 1.582  
GIF (Australia) = 0.564  
JIF = 1.500

SIS (USA) = 0.912  
РИИЦ (Russia) = 0.191  
ESJI (KZ) = 8.100  
SJIF (Morocco) = 6.004

ICV (Poland) = 6.630  
PIF (India) = 1.940  
IBI (India) = 4.260  
OAJI (USA) = 0.350

устойчивость прибыли преимущественно за счет основной деятельности, а не за счет нестабильных финансовых или учетных эффектов.

Проблемной зоной остается ликвидность. Коэффициент ОА/КрОб в 2024 году равен 0,42, то есть текущие активы не покрывают краткосрочные обязательства полностью. Это повышает значимость управления денежными средствами, дебиторской задолженностью и графиком краткосрочных выплат. Практически это означает необходимость либо наращивания наиболее ликвидной части оборотных активов, либо реструктуризации части краткосрочных обязательств в долгосрочные.

Структура капитала также требует контроля. В 2024 году заемный капитал составил около 51% совокупного капитала, или 0,51 совокупных активов. Для нефтегазовой компании такой уровень заемного финансирования может быть допустимым из-за капиталоемкости отрасли, однако при высокой зависимости от внешних источников финансирования он усиливает чувствительность компании к процентным расходам, валютным колебаниям и графику погашения обязательств. Поэтому целесообразно удерживать долю заемного капитала в активах в диапазоне, не превышающем 0,55, с постепенным снижением при ухудшении операционных показателей.

Положительной стороной является восстановление оборачиваемости оборотных активов с 1,07 в 2023 году до 3,19 в 2024 году. Показатель приблизился к уровню 2019 года и превысил значения 2020–2022 гг., когда он находился в диапазоне от 2,05 до 2,56. Это означает, что рост инвестиционной привлекательности в 2024 году был связан не только с прибылью, но и с повышением отдачи оборотных активов. Вместе с тем для закрепления положительной динамики компании необходимо поддерживать достаточный уровень текущих активов, ускорять взыскание дебиторской задолженности и контролировать структуру запасов и денежных средств. Целевым ориентиром на среднесрочный период может быть сохранение оборачиваемости оборотных активов на уровне не ниже 3,0 при одновременном восстановлении коэффициента покрытия краткосрочных обязательств.

Полученные результаты позволяют оценить соответствие исследовательской гипотезе, сформулированной во введении. Гипотеза о том, что инвестиционная привлекательность определяется не только восстановлением прибыли, но и устойчивостью оборачиваемости активов, ликвидности и структуры капитала, подтверждается данными 2024 года. Рост ROA обеспечен преимущественно за счёт оборачиваемости оборотных активов и

рентабельности продаж, тогда как ликвидность и соотношение дебиторской и кредиторской задолженности остаются факторами, ограничивающими устойчивость этого роста. Это подчёркивает, что однофакторная интерпретация — «прибыль восстановилась, значит компания привлекательна» — является упрощённой и может вводить инвесторов в заблуждение.

Для сопоставления полученных результатов с отраслевым контекстом целесообразно обратиться к исследованию Н. В. Сальниковой и И. В. Филимоновой, в котором инвестиционная привлекательность российских нефтегазовых компаний оценивалась на основе сравнения внутренней стоимости акций, рассчитанной методом DCF, с их рыночной стоимостью. По данным авторов, шесть из девяти рассмотренных компаний были признаны недооцененными и инвестиционно привлекательными: ПАО «НК „Роснефть“», ПАО «Газпром», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Газпром нефть», ОАО «Сургутнефтегаз» и ПАО «НК „РуссНефть“». Наибольший разрыв между внутренней и рыночной стоимостью был зафиксирован у ПАО «НК „РуссНефть“» — 827%, у ОАО «Сургутнефтегаз» — 395%, у ПАО «Газпром» и ПАО «ЛУКОЙЛ» — по 89%, у ПАО «Роснефть» — 65%, у ПАО «Газпром нефть» — 23% [13]. На этом фоне результаты АО «Узбекнефтегаз» за 2024 год показывают не стоимостную недооцененность, а восстановление финансовой результативности: ROA составил 0,0375, оборачиваемость оборотных активов — 3,19, а доля заемного капитала в активах — 0,51. Следовательно, в отличие от российских публичных нефтегазовых компаний, где инвестиционная привлекательность может быть оценена через рыночную недооцененность акций, для АО «Узбекнефтегаз» более значимым является внутренний финансовый профиль: способность генерировать прибыль, поддерживать оборачиваемость активов, контролировать ликвидность и долговую нагрузку.

С учетом выявленных результатов приоритетными направлениями являются: поддержание ROA выше 0,03; восстановление коэффициента ОА/КрОб до уровня не ниже 1,0; удержание доли заемного капитала в активах на уровне не выше 0,55; сохранение оборачиваемости оборотных активов на уровне не ниже 3,0; регулярное разделение эффекта операционных и неоперационных факторов при оценке чистой прибыли. Эти меры позволят перейти от формального роста отдельных показателей к более устойчивому качеству финансового развития.

## Заключение

## Impact Factor:

ISRA (India) = 6.317  
ISI (Dubai, UAE) = 1.582  
GIF (Australia) = 0.564  
JIF = 1.500

SIS (USA) = 0.912  
РИИЦ (Russia) = 0.191  
ESJI (KZ) = 8.100  
SJIF (Morocco) = 6.004

ICV (Poland) = 6.630  
PIF (India) = 1.940  
IBI (India) = 4.260  
OAJI (USA) = 0.350

Исследовательская гипотеза о том, что инвестиционная привлекательность компании определяется не только восстановлением прибыли, но и устойчивостью оборачиваемости активов, ликвидности и структуры капитала, получила подтверждение. Несмотря на рост ROA с 0,0044 до 0,0375 в 2024 году, коэффициент текущей ликвидности (ОА/КрОб = 0,42) не достигает минимально допустимого значения 1,0, а доля заёмного капитала в активах составляет 0,51. Вместе с тем оборачиваемость оборотных активов увеличилась до 3,19, что выше уровня 2020–2022 гг. Таким образом, восстановление прибыли и оборачиваемости в 2024 году улучшило инвестиционную привлекательность компании, однако сохраняющиеся ограничения ликвидности не позволяют рассматривать данное восстановление как полностью устойчивое.

Научная новизна работы состоит в применении семифакторной модели ROA в сочетании с методом цепных подстановок к оценке национальной нефтегазовой компании Республики Узбекистан за шестилетний период (2019–2024 гг.). Данный подход позволяет разграничить влияние прибыльности продаж, эффективности использования оборотных активов, состояния расчётов с дебиторами и кредиторами, а также структуры заёмного капитала на итоговый показатель рентабельности активов, что недостижимо при стандартном коэффициентном анализе. Практическая значимость результатов состоит в выявлении конкретных количественных ориентиров для управленческих решений: поддержание ROA

выше 0,03, восстановление ОА/КрОб до уровня не ниже 1,0, удержание ЗК/А на уровне не выше 0,55 и сохранение оборачиваемости оборотных активов не ниже 3,0 в среднесрочной перспективе.

Настоящее исследование имеет ряд ограничений. Во-первых, анализ основан на данных консолидированной финансовой отчётности без детализации по сегментам деятельности и без учёта примечаний, раскрывающих природу внереализационных доходов 2024 года. Во-вторых, семифакторная модель не включает внешние макроэкономические факторы — динамику мировых цен на углеводороды, валютный курс и регуляторные изменения, — которые оказывают существенное влияние на финансовые результаты нефтегазовых компаний. В-третьих, выводы относятся к одной компании и не могут быть непосредственно распространены на всю нефтегазовую отрасль Узбекистана без дополнительного сравнительного исследования.

Перспективным направлением дальнейших исследований является расширение выборки на другие нефтегазовые компании Центральной Азии с целью сравнительной оценки инвестиционной привлекательности в региональном контексте. Помимо этого, представляет интерес разработка прогнозной модели ROA с включением макроэкономических переменных — цен на нефть и газ, индекса инфляции и обменного курса, — что позволит оценить устойчивость инвестиционной привлекательности компании к внешним шокам.

## References:

1. (2023). *O Strategii «Uzbekistan — 2030»: Ukaz Prezidenta Respubliki Uzbekistan ot 11.09.2023 g. No. UP-158* // Natsional'naya baza dannykh zakonodatel'stva Respubliki Uzbekistan. [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from <https://lex.uz/ru/docs/6600404>
2. (2019). *Zakon «Ob investitsiyakh i investitsionnoy deyatelnosti» ot 25.12.2019 g. No. ZRU-598* // Natsional'naya baza dannykh zakonodatel'stva Respubliki Uzbekistan. [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from <https://lex.uz/ru/docs/4664144>
3. (2019). *O merakh po stabil'nomu obespecheniyu ekonomiki i naseleniya energoresursami, finansovomu ozdorovleniyu i sovershenstvovaniyu sistemy upravleniya neftegazovoy otraslyu: Postanovlenie Prezidenta Respubliki Uzbekistan ot 09.07.2019 g. No. PP-4388* // Natsional'naya baza dannykh zakonodatel'stva Respubliki Uzbekistan. [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from <https://lex.uz/docs/4410281>
4. (2017). *O merakh po sovershenstvovaniyu sistemy upravleniya neftegazovoy otraslyu: Postanovlenie Prezidenta Respubliki Uzbekistan ot 30.06.2017 g. No. PP-3107* // Natsional'naya baza dannykh zakonodatel'stva Respubliki Uzbekistan. [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from <https://lex.uz/docs/3414470>
5. Breyli, R., & Mayers, S. (2013). *Printsipy korporativnykh finansov: uchebnoe posobie / per. s angl.* — Moskva: VAVT. — 900 s. [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from <https://vavtcaseclub.nethouse.ru/static/doc/0000/0000/0199/199143.ov1e13kss3.pdf>

|                       |                         |                |                       |                |                     |                |
|-----------------------|-------------------------|----------------|-----------------------|----------------|---------------------|----------------|
| <b>Impact Factor:</b> | <b>ISRA (India)</b>     | <b>= 6.317</b> | <b>SIS (USA)</b>      | <b>= 0.912</b> | <b>ICV (Poland)</b> | <b>= 6.630</b> |
|                       | <b>ISI (Dubai, UAE)</b> | <b>= 1.582</b> | <b>ПИИИ (Russia)</b>  | <b>= 0.191</b> | <b>PIF (India)</b>  | <b>= 1.940</b> |
|                       | <b>GIF (Australia)</b>  | <b>= 0.564</b> | <b>ESJI (KZ)</b>      | <b>= 8.100</b> | <b>IBI (India)</b>  | <b>= 4.260</b> |
|                       | <b>JIF</b>              | <b>= 1.500</b> | <b>SJIF (Morocco)</b> | <b>= 6.004</b> | <b>OAJI (USA)</b>   | <b>= 0.350</b> |

6. Yuzvovich, L. I., Maramygin, M. S., Knyazeva, E. G., et al. (2021). *Investitsii i investitsionnaya deyatel'nost': uchebnyk / pod obshch. red. L. I. Yuzvovich.* — Ekaterinburg: Izdatel'stvo Ural'skogo universiteta. — 498 s. [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from [https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/95286/1/978-5-7996-3082-9\\_2021.pdf](https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/95286/1/978-5-7996-3082-9_2021.pdf)
7. Fedorova, A. V., Petrova, N. N., & Petrova, N. I. (2022). *Osnovy investirovaniya: uchebnoe posobie.* — Moskva: Izdatel'stvo MN. — 198 s. [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from <https://izd-mn.com/PDF/61MNNPU22.pdf>
8. Likhutin, P. N., & Savchenko, A. A. (2020). Analiz effektivnosti ispol'zovaniya sobstvennogo i zaemnogo kapitala: rasshirennaya model' DuPont // *Vestnik NGUEU.* — No. 3 (76). — pp. 23–34.
9. Golovetskiy, N. Ya., Zhilkin, A. I., & Latypov, U. A. (2020). Metodicheskie osnovy otsenki investitsionnoy privlekatel'nosti PAO «Rosneft» // *Vestnik Evraziyskoy nauki.* — T. 12. — No. 2. [Elektronnyy resurs], Retrieved 12.05.2026 from <https://esj.today/PDF/07ECVN220.pdf>
10. Vasil'eva, N. K., Sidorchukova, E. V., Sosnik, T. P., & Atazhakhov, A. Z. (2021). Teoretiko-metodicheskie aspekty otsenki investitsionnoy privlekatel'nosti organizatsii // *Vestnik Akademii znaniy.* — No. 1 (42). — S. 66–75. [Elektronnyy resurs], Retrieved 12.05.2026 from <https://cyberleninka.ru/article/n/teoretiko-metodicheskie-aspekty-otsenki-investitsionnoy-privlekatel'nosti-organizatsii>
11. (2026). *Finansovaya otchetnost' AO «Uzbekneftegaz» // AO «Uzbekneftegaz»: ofitsial'nyy sayt.* [Elektronnyy resurs], Retrieved 07.05.2026 from <https://ung.uz/investor-relations/financial-statements>
12. Kashafutdinova, N. R., & Antipova, O. V. (2017). Otsenka investitsionnoy privlekatel'nosti kompanii s ispol'zovaniem semifaktornoy modeli // *Nauchnye trudy Vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii.* — T. 5. — No. 3. — pp. 189–192. [Elektronnyy resurs], Retrieved 12.05.2026 from <https://id-yug.com/images/id-yug/Bulatov/2017/5/PDF/2017-V5-189-192.pdf>
13. Sal'nikova, N. V., & Filimonova, I. V. (2025). Pokazateli investitsionnoy privlekatel'nosti neftegazovykh kompaniy Rossii // *Interesko Geo-Sibir'.* — T. 2. — No. 2. — S. 49–53. DOI: 10.33764/2618-981X-2025-2-2-49-53. [Elektronnyy resurs], Retrieved 12.05.2026 from <https://geosib.sgugit.ru/upload/geosibir/sborniki/2025/tom-2-2/049-053.pdf>