

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

## Инфляция не оставила шансов «быкам»

Устойчивая инфляция за март вызвала рост доходностей трежерис и сдвинула ориентиры по срокам снижения ставки ФРС на сентябрь, ухудшив рыночный сентимент

### Казахстан

На одной волне с внешними площадками

### Германия

DAX на перепутье

### Узбекистан

Возвращение в зеленый сектор

### Армения

Макроэкономика вселяет оптимизм

### ОАЭ

Праздники сменились коррекцией

Мы выпускаем двухнедельные инвестиционные обзоры более десяти лет.

Наши аналитики внимательно отслеживают события на фондовых рынках мира, рассказывают, какие тренды на них сформировались, кто оказался в аутсайдерах, а кто, наоборот, стал фаворитом инвесторов. Мы делимся нашими ожиданиями и прогнозами на будущее, рассказываем про компании малой капитализации, а также предлагаем перспективные идеи на рынке.

Инвестиционные обзоры помогают сориентироваться в мире финансов и узнать ключевые новости и тренды за последние две недели, если вы их пропустили. Такая ретроспектива позволяет принимать взвешенные и осознанные инвестиционные решения на рынке.

По мере роста Freedom Holding Corp. расширяется и аналитическое покрытие стран. Мы осуществляем мониторинг не только фондовых площадок США, Казахстана, Германии и Узбекистана, но также Армении и ОАЭ. Это позволяет предоставлять клиентам всесторонний и максимально актуальный анализ текущей экономической ситуации и биржевой конъюнктуры в странах присутствия холдинга.

Наши обзоры стали неотъемлемой частью инвестиционной деятельности для многих. Мы надеемся и дальше оставаться надежным источником информации и аналитики для наших клиентов.

Приятного чтения!

# Содержание



<b>Рынок США. Инфляция не оставила шансов «быкам»</b> .....	4
<b>Самое важное по фондовому рынку США на одной странице</b> .....	5
<b>Самое главное. Дао для инвестора: лучшее действие — это бездействие</b> .....	6
<b>Актуальные тренды. Обзор на 23 апреля</b> .....	7
<b>Новости компаний в поле зрения наших аналитиков</b> .....	9
<b>Обзор компаний малой капитализации</b> .....	11
<b>Инвестиционная идея. Constellation Brands: сила в брендах</b> .....	12
<b>Текущие рекомендации по акциям</b> .....	14
<b>Оptionная идея. CALL CREDIT SPREAD ON PG</b> .....	15
<b>IPO Silvaso Group. Проводник по индустрии полупроводников</b> .....	16
<b>Рынок Казахстана. На одной волне с внешними площадками</b> .....	17
<b>Рынок Узбекистана. Возвращение в зеленый сектор</b> .....	19
<b>Рынок Германии. DAX на перепутье</b> .....	21
<b>Инвестиционная идея. Fresenius SE &amp; Co KGaA. Успех — дело медтехники</b> .....	23
<b>Рынок Армении. Макроэкономика вселяет оптимизм</b> .....	24
<b>Рынок ОАЭ. Праздники сменились коррекцией</b> .....	26
<b>Новости Freedom Holding Corp.</b> .....	28
<b>Контакты</b> .....	29

Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)

# Фондовый рынок США

## Инфляция не оставила шансов «быкам»

Устойчивая инфляция за март вызвала рост доходностей трежерис и сдвинула ориентиры по срокам снижения ставки ФРС на сентябрь, ухудшив рыночный сентимент



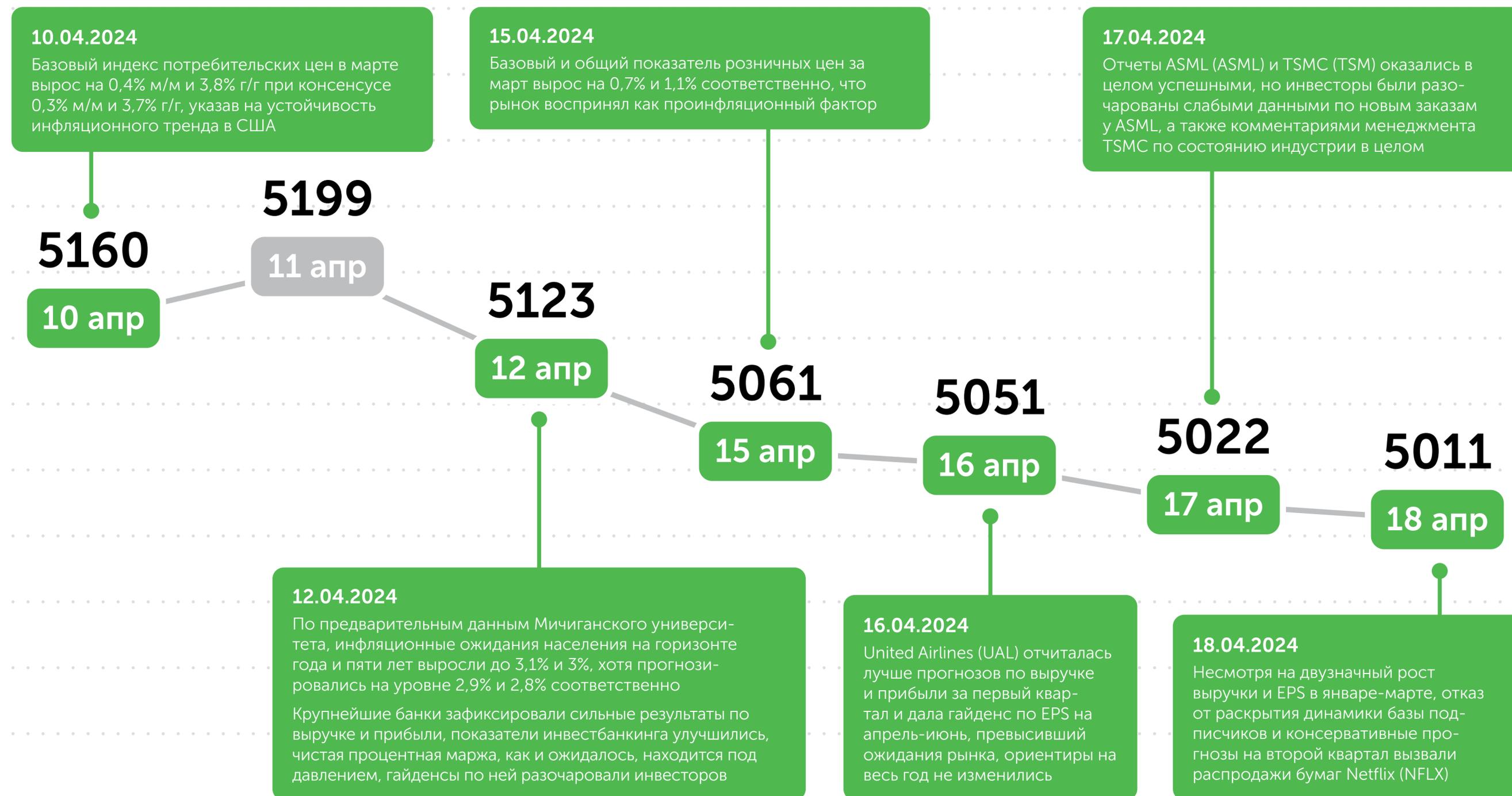
По состоянию на 19.04.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-3,07%	-5,00%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-5,39%	-7,11%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-0,02%	-3,73%
UUP	Доллар	0,21%	2,05%
FXE	Евро	0,19%	-1,44%
XLF	Финансовый сектор	0,80%	-2,51%
XLE	Энергетический сектор	-1,21%	2,78%
XLI	Промышленный сектор	-1,98%	-3,79%
XLK	Технологический сектор	-6,27%	-8,28%
XLU	Сектор коммунальных услуг	1,92%	2,46%
XLV	Сектор здравоохранения	0,03%	-4,46%
SLV	Серебро	2,22%	16,13%
GLD	Золото	1,91%	10,32%
UNG	Газ	-2,48%	-3,90%
USO	Нефть	-3,29%	2,83%
VXX	Индекс страха	4,53%	17,75%
EWJ	Япония	-3,72%	-7,42%
EWU	Великобритания	-0,68%	-1,21%
EWG	Германия	-0,79%	-4,09%
EWQ	Франция	0,76%	-2,92%
EWI	Италия	1,17%	-2,67%
GREK	Греция	0,41%	-3,97%
EEM	Страны БРИК	-2,02%	-2,81%
EWZ	Бразилия	-1,69%	-4,33%
RTSI	Россия	0,67%	5,59%
INDA	Индия	-0,66%	1,66%
FXI	Китай	0,71%	1,39%



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (10.04.2024 – 18.04.2024)



## Самое главное

# Дао для инвестора: лучшее действие — это бездействие

Сезон квартальной отчетности в самом разгаре. К 3 мая результаты представят более 85% эмитентов, входящих в S&P 500. На фоне более устойчивой инфляции, которая в первом квартале составила 3,8% при таком же уровне безработицы, сигнализирующем о благополучном состоянии рынка труда, а также при росте реального ВВП (консенсус за январь-март: +2,2%) финансовые результаты компаний за первые три месяца 2024-го важны для инвесторов в плане дальнейших оценок рыночных мультипликаторов и, как следствие, динамики фондовых индексов до конца года. Ожидается, что топ-5 компаний обеспечат рост прибыли на акцию (EPS) всего S&P 500, а динамика этого показателя у остальных 495 эмитентов в совокупности окажется нейтральной. Схожие тренды прослеживаются и для выручки, что приводит к высокой концентрации результатов. В этом нет ничего удивительного, поскольку индекс S&P500 взвешен по капитализации. Прибыль на акцию у топ-10 компаний увеличится в пределах 15–25%, у остальных она будет колебаться от снижения на 4% до роста на 2%.

Сезон отчетов обещает и сюрпризы. Например, прибыль сектора коммунальных услуг (XLU) должна повыситься почти на 25%, что случается не так часто. Рынок, привыкший к слабой динамике показателей этой отрасли, не спешит радоваться таким результатам. Между тем они могут стать причиной активизации интереса к бумагам сектора ЖКХ вкпе с улучшением перспектив индустрии с учетом роста потребления электроэнергии дата-центрами, интегрированными с технологиями искусственного интеллекта. Кстати, тему ИИ

в инвестиционном обзоре мы в последний раз обсуждали почти год назад. За это время ведущие компании, связанные с этой сферой, в том числе Adobe (ADBE), Advance Micro Devices (AMD), Amazon (AMZN), Broadcom (AVGO) и Salesforce (CRM) обогнали в доходности S&P 500. И даже Alteryx (AYX) была выкуплена по цене выше, вопреки проблемам с ростом бизнеса. Только Baidu (BIDU) разочаровала инвесторов падением на 20%, несмотря на стабильный бизнес и перспективы развития ИИ-продуктов. Компания испытывает давление формирующегося дисконта, обусловленного проблемами в китайской экономике и геополитике. Тематика ИИ не ограничивается этими компаниями. В прошлом сезоне отчетов о планах взаимодействия с этими технологиями и продуктами заявляли 36% эмитентов, входящих в индекс широкого рынка. Не исключаем, что эта доля достигнет 40% и развивающийся тренд продолжит радовать инвесторов. У читателей нашего обзора за последний год должен был сформироваться перспективный долгосрочный портфель, в котором обязательно должен присутствовать хеджирующий инструмент. Сезон отчетов зачастую выступает точкой, после которой что-то может фундаментально измениться. Однако это не означает острой необходимости срочно пересматривать состав инвестиционных портфелей. Долгосрочные и фундаментально обоснованные тренды редко меняются в течение одного-двух кварталов, поэтому лучшее решение для долгосрочных инвесторов — оставаться в позиции и продолжать следить за рыночными тенденциями.

Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)



# Актуальные тренды

## Обзор на 23 апреля

### Глобальная картина

С 8 по 22 апреля S&P 500 скорректировался на 3,7%, Dow Jones Industrial Average и NASDAQ 100 потеряли 1,7% и 4,9% соответственно.

В течение второй недели апреля главным инфоповодом для рынка были данные инфляции за март, которые вновь оказались хуже прогнозов. Так, базовый индекс потребительских цен (CPI), как и в феврале, вырос на 3,8% г/г, тогда как ожидалось замедление этого роста на 10 б.п., в соотношении месяц к месяцу показатель прибавил 0,4% (также выше прогнозов). Кроме того, в фокусе внимания участников рынка было ускорение роста индекса потребительских цен на базе среднемесячной динамики: шестимесячное среднее аннуализированное повышение базового CPI составило 4% против 3% в декабре. Наибольшую устойчивость продемонстрировала динамика цен на базовые услуги (за вычетом расходов на жилье). На основе статистики инфляции инвесторы пришли к выводу, что ее замедление будет не столь активным, как ожидалось ранее. Вкупе с комментариями представителей руководства ФРС об отсутствии намерения снижать ставку в краткосрочной перспективе это привело к пересмотру прогнозов сроков начала смягчения ДКП и к повышению доходностей гособлигаций США.



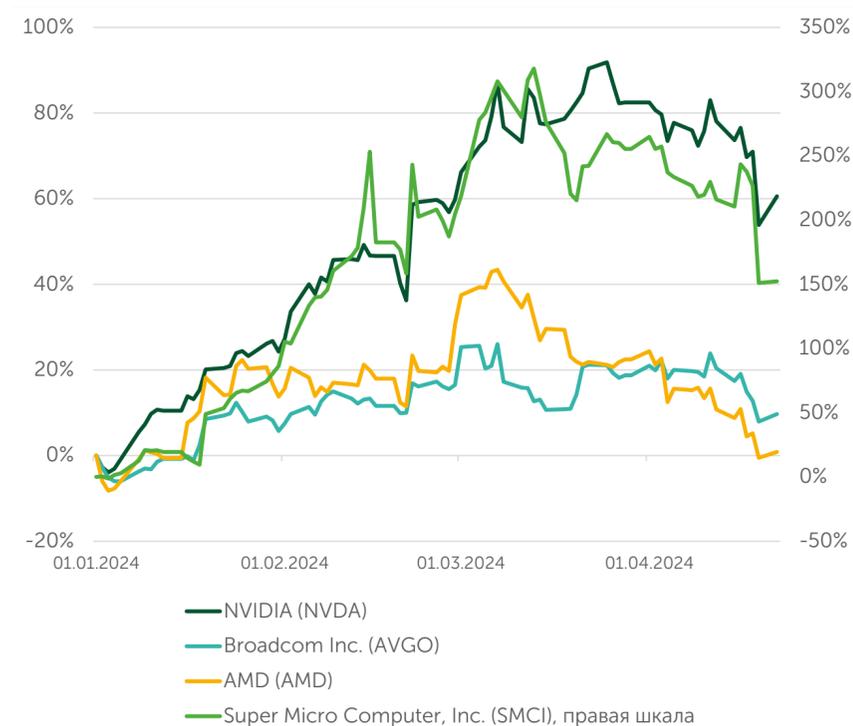
### Динамика доходностей казначейских облигаций



Источник: FactSet

Во второй половине апреля распродажи на рынке США усилились. Инвесторы продолжили отыгрывать неопределенность трендов инфляции и планов ФРС по коррекции монетарных условий. Более сильные данные розничных продаж за март были расценены как еще один проинфляционный риск, что стало новым драйвером для роста доходности трежерис. Не стало стимулом для покупателей и заявление Джерома Пауэлла о необходимости более длительного периода наблюдений для появления у регулятора уверенности в устойчивом дезинфляционном тренде. Другим фактором давления стали новости, связанные с рынком ИИ. Super Micro Computer (SMCI) обозначила дату публикации квартального отчета, но не представила предварительных данных, что рынок интерпретировал как признак сокращения расходов на ИИ. Это оказало негативный эффект на котировки крупнейших производителей чипов.

### Динамика котировок компаний, связанных с рынком ИИ



Источник: FactSet

### Фокус рынка

Полагаем, что в ближайшие две недели наиболее важным макрорелизом будут данные ценового индекса PCE за март. Также инвесторы будут фокусироваться на любых намеках на динамику цен в США в апреле, поэтому продолжают внимательно отслеживать ценовые компоненты в PMI от ISM и динамику инфляционных ожиданий. Другим важным фактором для общих настроений на фондовых площадках станет апрельский отчет по рынку труда, от которого ожидают продолжения тренда на постепенное охлаждение ситуации. Наиболее позитивную реакцию инвесторов вызвало бы дальней-



# Актуальные тренды

## Обзор на 23 апреля

шее замедление роста зарплат при сокращении числа открытых вакансий и новых рабочих мест. Значимым триггером для рынка останется сезон отчетности. Период с конца апреля по начало мая станет одним из самых насыщенных в плане корпоративных релизов. Результаты представят Apple (AAPL), Amazon (AMZN), Eli Lilly (LLY), Coca-Cola (KO), AMD (AMD), McDonald's (MCD), Mastercard (MA), Pfizer (PFE). Эти публикации прояснят ситуацию со спросом на различные потребительские продукты и сервисы, а также с востребованностью ИИ- и ИТ-решений со стороны корпораций. Полагаем, что только очень сильные отчеты вкупе с неплохими макроданными могут стабилизировать настроения инвесторов и стимулировать покупки. Рынок проявляет большую осторожность, в том числе и в отношении бигтехов, ввиду усиления неопределенности по поводу перспектив инфляции. В этой связи мы считаем, что активно выкупать коррекцию участники торгов начнут только спустя какое-то время. Оптимистичное вью до конца года сохраняем.

### Акции малой капитализации

С 8 по 22 апреля Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) скорректировались вниз на 5% и 5,84% соответственно. Эта динамика объясняется, во-первых, ростом индекса потребительских цен с 8 по 15 апреля, оказавшегося выше консенсуса, в связи с чем ориентиры в отношении начала снижения ставки ФРС сместились с июня на более поздние периоды, во-вторых, постепенным угасанием бума ИИ. Предполагаем, что триггером к продолжению распродаж с 15 по 22 апреля послужило отсутствие обновленного гайденса SMCI, что было интерпретировано как очередной признак замедления роста рынка ИИ-инфраструктуры. По нашему мнению, «бычий» настрой возобновится при сочетании позитивных макроданных и сильной квартальной отчетности. При дальнейшем пересмотре прогнозов в отношении смягчения ДКП актуализируются риски, связанные с долговой нагрузкой и стоимостью обслуживания долга для сегмента компаний малой

и микрокапитализации, что может негативно сказаться на оценке игроков сегмента. В ближайшие две недели ожидаем формирования полной картины по финансовому состоянию сектора по мере завершения сезона отчетности.



Ожидаем

**Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4900–5100 пунктов.**

### Техническая картина

С технической точки зрения локальный «бычий» тренд, сформированный индексом S&P 500 в октябре 2023-го, был сломлен в середине апреля, что стимулировало фиксацию прибыли. Приближение бенчмарка к уровню 50-дневной скользящей средней, сокращение до нуля чистого «бычьего» вью розничных инвесторов (согласно AAII) и сужение доли эмитентов из S&P 500, индикатор RSI которых находится выше 70 пунктов, мы интерпретируем как точку для краткосрочного отскока котировок. При этом локально «медвежий» тренд продолжается.

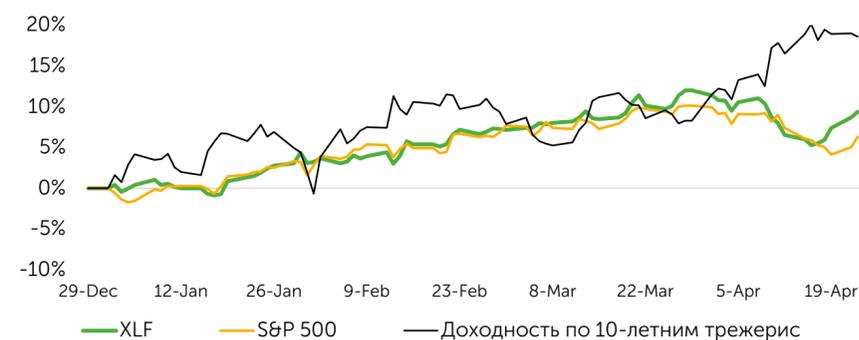


# Новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков

Сезон отчетности традиционно стартовал с релизов ведущих финансовых корпораций, которые порадовали своими результатами, в первую очередь благодаря инвестиционно-банковским операциям. Рост их объема был обусловлен улучшением условий для андеррайтинга, особенно в отношении долговых обязательств, а также повышением доходов от трейдинга. Активность на рынке M&A оставалась слабой, однако, несмотря на регуляторное давление, планы по проведению слияний и поглощений строят все больше компаний. Чистые процентные доходы и маржа финансовых корпораций ожидаемо снизились. Рынок был разочарован тем, что банки сохранили прогнозы процентных доходов, которые были основаны на уменьшении чистой процентной маржи в результате нескольких раундов снижения ключевой ставки в этом году. И, хотя ориентиры в отношении частоты шагов по смягчению монетарных условий пересмотрены в сторону уменьшения, банки не стали повышать свои прогнозы. Дополнительной нагрузкой для прибыли банков остался взнос в FDIC, однако его объемы значительно сократились в квартальном исчислении. Расходы по кредитным картам увеличиваются, объемы кредитования восстанавливаются. Объемы «плохих» долгов продолжили возвращаться к историческим нормам. Розничный сегмент банковской деятельности выглядит благополучным, однако сектор с низкими доходами находится под некоторым давлением, что нашло подтверждение в соответствующих результатах Citigroup (C). CET1 находится на комфортном уровне, что дало банкам возможность продолжать активно возвращать средства акционерам. Банки нарастили программу обратного выкупа и в хорошей форме подходят к Basel III endgame. По оценкам JPMorgan (JPM), у него есть возможность высвободить \$20 млрд капитала после вступления требований этого стандарта в силу. Динамика отраслевого индекса XLF опережает широкий рынок с начала сезона отчетов.

### Динамика отраслевого индекса против широкого индекса и «десятилеток»



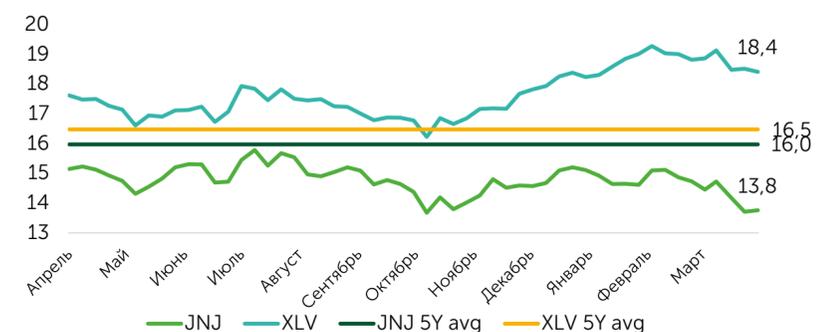
Источник: FactSet



Вышедший 16 апреля отчет Johnson & Johnson (JNJ) за первый квартал не преподнес больших сюрпризов, однако озадачил инвесторов консервативным гайденсом на 2024 год. Выручка корпорации сегмента Innovative Medicine несколько превысила ожидания, а в дивизионе MedTech недотянула до консенсуса, притом что он предполагал более основательный вклад этого направления в рост доходов. Одним из позитивных драйверов для выручки стали продажи новых препаратов. Текущий сильный пайплайн указывает, что этот фактор и дальше будет поддерживать долгосрочные положительные тренды в выручке. Улучшение валовой рентабельности было ожидаемым. При этом рост операционной маржинальности выглядит неустойчивым, поскольку обусловлен преимущественно таймингом маркетинговых расходов. Гайденс на 2024-й не претерпел значимых изменений по сравнению с ориентирами, данными в начале года, несколько сузились лишь прогнозные диапазоны. Во второй половине года по-прежнему ожидается давление на выручку из-за биосимиляров STELARA, однако благоприятная сезонность в сегменте MedTech и выручка от новых

препаратов могут частично компенсировать этот эффект. Мы сохранили целевую цену по акции JNJ на уровне \$176 с рекомендацией «покупать». Хотя первоначальная реакция рынка на релиз была негативной, просадку оперативно выкупили.

### Динамика мультипликатора P/E NTM у JNJ и XLV за последние 12 месяцев



Источник: FactSet

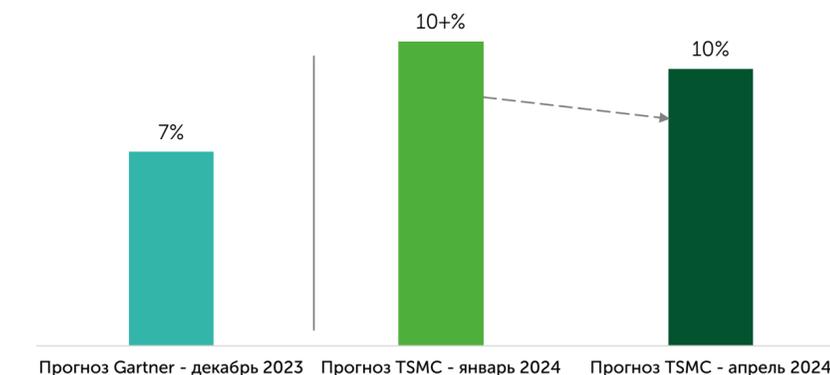


Квартальные результаты нидерландского производителя литографического оборудования ASML Holding (ASML) и тайваньской TSMC (TSM) стали разочарованием для инвесторов, рассчитывавших на дальнейшее улучшение перспектив полупроводниковой отрасли. Не оправдавшие ожиданий отчеты ASML и TSMC и публикация неоднозначных макроэкономических данных вызвали активную распродажу в акциях технологических компаний. Выручка и объемы новых заказов ASML оказались ниже средних рыночных прогнозов, к тому же гайденс менеджмента на второй квартал был пересмотрен вниз. В то же время собственные прогнозы на 2024–2025 годы сохранились без изменений, а маржа опережает ожидания. Это означает, что о фундаментальных изменениях перспектив бизнеса компании говорить не приходится, а



коррекция в котировках может стать удачной точкой для входа в акции ASML. Финансовые результаты TSMC за квартал оказались успешными, гайденс на апрель-июнь превысил средние ожидания инвесторов. Однако этот позитив был сведен на нет пессимистичными оценками темпов роста рынка полупроводников в текущем году. Руководство тайваньской компании прогнозирует увеличение доходов чипмейкеров (без учета устройств памяти) на 10%, тогда как кварталом ранее закладывал темп выше 10%. Рост глобального foundry-бизнеса оценивается менеджментом на уровне 14–19% г/г вместо +20%, ожидаемых ранее. Тем не менее в компании считают, что сегмент НРС/AI продолжает успешно развиваться, хотя перспективы направления чипов для автопрома стали заметно хуже.

### Темпы роста мировой полупроводниковой промышленности (без учета чипов памяти)



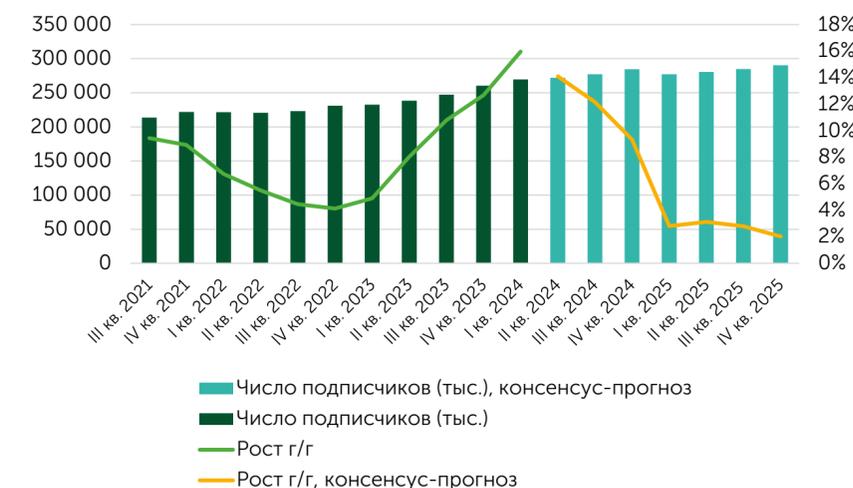
Источник: Gartner, TSCM

## NETFLIX

Netflix (NFLX) отчиталась за первый квартал ростом выручки и скорректированной EPS на 15,2% и 83,3% — до \$9,37 млрд и \$5,28 соответственно. Эти результаты превысили консенсус на 1% и 16,8%, по данным LSEG. Расширение базы

подписчиков в отчетном периоде составило 16% г/г, до 269,6 млн, что оказалось на 16,7% выше прогнозов. В то же время разочарование у инвесторов вызвал отказ компании раскрывать данные о динамике платной аудитории, что было воспринято как признак насыщения и замедления роста стримингового рынка. Не добавил оптимизма и более слабый, чем рассчитывали участники рынка, прогноз выручки на текущий квартал, предполагающий показатель на уровне \$9,49 млрд при консенсусе \$9,54 млрд. Кроме того, компания предупредила, что рост количества подписчиков в апреле-июне замедлится в поквартальном выражении из-за сезонных факторов.

### Рост числа подписчиков Netflix



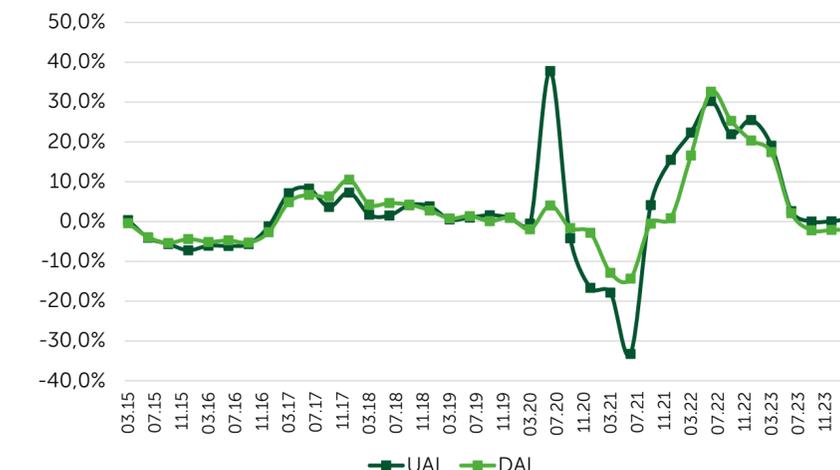
Источник: FactSet

## UNITED

United Airlines опубликовала отчет за первый квартал 16 апреля. Выручка авиаперевозчика оказалась немного лучше ожиданий, увеличившись на 9,7% г/г. Компания продолжает активную экспансию в ATP, в этом географическом направлении ASM повысилась на 65,8%, до 11 856 единиц. Примечательно, что на домашнем рынке, а также на латиноамериканских и европейских направлениях результаты United в разрезе пассажирских премий оказались лучше, чем у Delta. Операционная маржа авиакомпания выросла на 1,2 п.п. год к году и перешла в положительную зону, составив 0,9%. Наибольшее давление на нее продолжают оказывать расходы на персонал, которые за год повысились на 18,4%, штат был расширен на 8,5% в соответствии с общими темпами роста сети. Прогноз менеджмента по EPS в диапазоне \$3,75–4,25 на предстоящий квартал выглядит умеренно оптимистично, если учитывать, что в прошлом году фактический результат значительно превзошел ожидаемый. Показатель числа забронированных полетов улучшился в соотношении к выручке за последние 12 месяцев.

В зоне неопределенности остаются цены на топливо и ситуация на Ближнем Востоке, что может ухудшить общий сентимент в отношении сектора авиаперевозчиков. Мы сохраняем долгосрочную рекомендацию «покупать» по акции UAL и повышаем целевую цену до \$61.

### Динамика доходности пассажиро-мили г/г



Источник: FactSet



# Обзор компаний малой капитализации



**SpringWorks Therapeutics (SWTX)** — биофармацевтическая компания с продуктами, находящимися на стадии коммерциализации, применяющая решения точной медицины (precision medicine) для разработки препаратов против тяжелых редких и онкологических заболеваний. SpringWorks обладает диверсифицированным пайплайном препаратов точной медицины. В конце 2023 года компания получила одобрение FDA на первый и единственный препарат для лечения десмоидных опухолей. Генеральный директор SpringWorks назвал это решение регулятора переломным моментом как для самой компании, так и для пациентов с соответствующими диагнозами. На этом фоне аналитики ожидают, что выручка компании в 2024 году вырастет в 15 раз, до \$87,8 млн, а чистый убыток уменьшится до \$4,67 в расчете на одну долевую бумагу. Консенсус FactSet по акции SWTX: \$67,3.



**Terawulf (WULF)** владеет и управляет полностью интегрированными экологически чистыми майнинговыми фермами по «добыче» биткойна (BTC) в США. По словам менеджмента, WULF имеет доступ к дешевой энергии и использует атомную, гидро- и солнечную энергетику в своей операционной деятельности, что дает компании возможность расширять свою майнинговую инфраструктуру с околонулевым выбросом углекислого газа в атмосферу и получать больше экономических выгод, чем конкуренты, особенно после халвинга BTC. Ожидается, что к концу 2024 года компании удастся нарастить выручку на 147%, до \$171,2 млн, а убыток сменится EPS в объеме \$0,08. Консенсус FactSet по акции WULF: \$3,74.



**NextNav (NN)** — разработчик сервиса 3D-геолокации под названием Metropolitan Beacon System (MBS). Технология позволяет определять местоположение в районах, где невозможно эффективно и надежно принимать сигналы GPS или других спутниковых систем. В 2023 году компании удалось приобрести ряд дополнительных лицензий на использование более низкого мегагерцевого спектра, что открывает перед ней новые возможности для разработки следующего поколения технологии точного измерения времени (PMT), которая будет использоваться вкупе с 5G. Несмотря на рост чистого убытка в 2023 году до \$16,4 млн, у NextNav в распоряжении есть денежные средства и их эквиваленты на сумму \$82 млн. Кроме того, у компании огромный потенциальный рынок сбыта (TAM). С учетом этого аналитики рассчитывают, что в 2024 году выручка эмитента практически удвоится, достигнув \$7,67 млн, а чистый убыток сократится до \$0,58 на акцию. Консенсус FactSet по бумагам NN: \$12.



**Applied Digital (APLD)** — оператор цифровой инфраструктуры нового поколения, предоставляющий решения в области высокопроизводительных вычислений (HPC) и искусственного интеллекта. Applied Digital предлагает услуги по размещению блокчейна, дата-центров и облачные сервисы на базе GPU. Бизнес в 2023 году столкнулся с трудностями, так как на финансовые результаты повлияли значительные единовременные расходы. Это было вызвано перебоями с подачей электроэнергии в центр обработки данных и с потерями ввиду продажи объекта Garden City с убытком \$10 млн. Тем не менее менеджмент компании рассчитывает на рост бизнеса и на текущий момент работает над стратегическими инициативами и улучшением положения с наличностью на балансе. В целом аналитики предполагают увеличение выручки в 2024 году на уровне 98%, до \$307 млн, и сокращение чистого убытка до \$0,6 на акцию. Консенсус FactSet по акции APLD: \$8,7.



# Инвестиционная идея

## Constellation Brands: сила в брендах

Стабильные результаты и оптимистичные прогнозы менеджмента Constellation Brands обеспечивают привлекательность ее акций для покупки с целью \$290

Constellation Brands Inc. (STZ) — ведущий производитель пива в Мексике и крупнейший его экспортер в США. Компания владеет портфелем культовых брендов, включая лидеров продаж в Штатах Corona и Modelo. Около 82% чистых продаж эмитента формирует пиво, остальное приходится на сегмент вин и крепких алкогольных напитков. Бизнес-стратегия основного сегмента направлена на укрепление лидирующих позиций элитных сортов пива в США. Modelo Especial стал пивным брендом №1 по объему долларовых продаж и лидером роста рыночной доли в своей категории в США в 2023 году.

### Причины для покупки:

**Стабильный рост операционных показателей.** Ключевой для Constellation Brands пивной бизнес демонстрирует устойчивые результаты. Хотя спрос на пиво и его потребление в последнее десятилетие снижаются, премиальный сегмент растет. Продажи компании стабильно увеличиваются четырнадцатый год подряд. По данным Beer Marketers' Insight, общая реализация пива в США за январь-сентябрь прошлого года сократилась на 5% (здесь и далее г/г). По предварительным подсчетам, к концу 2023-го поставки пива в Штаты достигли минимума за 25 лет. В то же время у Constellation Brands по итогу 2024 финансового года, закончившегося 29 февраля, показатель увеличился на 7,4%, в том числе — на 10,5% за четвертый квартал этого периода. Компания продолжает наращивать долю рынка за счет своих ключевых брендов. Отгрузки продукции под марками Modelo Especial, Corona Extra, Pacifico и Modelo выросли примерно на 10%, 1%, 17% и 30% соответственно.

**Уверенные финансовые результаты за последний отчетный квартал.** Чистые продажи компании за четвертый квартал 2024 финансового года увеличились на 7%, до \$2,139 млрд, при консенсусе FactSet \$2,09 млрд. Сопоставимый показатель чистой прибыли повысился на 13%, до \$414 млн. Разводненная прибыль на акцию

выросла на 77,6%, до \$2,14, сопоставимая EPS достигла \$2,26 при средних ожиданиях на уровне \$2,11. Увеличение объемов продаж привело к повышению операционной маржи, несмотря на давление на рентабельность, которое оказал рост цен на сырье. Сопоставимая операционная прибыль повысилась на 7% год к году, до \$631 млн. Операционная маржа увеличилась с 23,3% годом ранее до 29,4%, в первую очередь за счет повышения объема отгрузок. Общий долг сократился с \$12,5 млрд годом ранее до \$11,8 млрд. Соотношение долг/EBITDA уменьшилось с 3,6х до 3,3х.

**Сильный гайденс на 2025 финансовый год.** Чистые продажи в сегменте пива, по прогнозам Constellation Brands, вырастут на 7–9%, а в сегменте вина изменятся в диапазоне от -0,5% до +0,5%. Общие чистые продажи, как ожидается, повысятся на 6–7%. При этом EPS, согласно гайденсу, составит \$13,4–13,7 (+43–46% г/г), а сопоставимый показатель будет находиться в пределах \$13,5–13,8. Мы считаем, что ключевым драйвером долгосрочного роста выручки останутся успешные результаты пивного сегмента. В среднесрочной перспективе рассчитываем на рост доходов этого направления не ниже 7–8% в основном за счет сильных рыночных позиций брендов Modelo и Corona.

**Потенциал восстановления сегмента вин и крепких спиртных напитков.** Чистые продажи товаров этой группы в четвертом квартале сократилась на 6%, до \$436,4 млн, за счет уменьшения объема поставок на 5%. На пост главы соответствующего дивизиона Constellation Brands назначила Сэма Глетцера, имеющего почти 30-летний опыт работы в индустрии производства вин и крепкого алкоголя и успешно решающего вопросы повышения операционной эффективности. В ходе конференс-колла для аналитиков был анонсирован ряд мер, направленных на усиление позиций в этом направлении. Компания ожидает, что 2025 финансовый год будет переломным для сегмента.

Целевая цена по акции Constellation Brands — \$290.

Вадим Меркулов,  
советник департамента развития  
и международного сотрудничества  
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



Тикер	STZ
Цена акций на момент анализа	\$257
Целевая цена акций	\$290
Потенциал роста	12,1%
Текущая дивидендная доходность	1,5%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
STZ	0,5%	-3,6%	-2,9%	2,0%	13,8%
S&P 500	-0,2%	-3,6%	-2,7%	4,8%	20,6%
Russell 2000	-0,1%	-4,7%	-4,2%	1,2%	8,3%
DJ Industrial Average	0,1%	-1,7%	-2,6%	0,8%	11,2%
NASDAQ Composite Index	-0,6%	-4,9%	-3,2%	2,5%	32,9%

### Динамика котировок STZ, \$



# Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	8 821	9 453	9 962	10 619	11 336	12 137	12 779	13 738
Основные расходы	4 196	4 588	4 912	5 199	5 468	5 839	6 198	6 677
Валовая прибыль	4 625	4 865	5 050	5 421	5 834	6 216	6 731	7 060
SG&A	1 689	1 828	1 805	1 865	1 962	2 015	2 183	2 179
EBITDA	3 273	3 421	3 674	4 020	4 368	4 757	5 071	5 558
Амортизация и проч.	337	384	429	471	494	530	580	677
EBIT	2 936	3 037	3 246	3 549	3 874	4 227	4 491	4 881
Процентные и прочие доходы	356	399	435	448	439	436	416	523
EBT	2 521	2 668	2 222	3 081	3 423	3 740	4 049	4 359
Налоги	431	495	521	575	670	752	811	807
Чистая прибыль	-40	-71	1 727	2 471	2 716	2 964	3 228	3 495
Dilluted EPS	\$10,20	\$10,65	\$12,06	\$13,64	\$15,14	\$16,82	\$18,80	\$22,54
DPS	\$3,04	\$3,20	\$3,56	\$3,93	\$4,29	\$4,68	\$5,61	\$6,76

Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



Анализ коэффициентов	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	22%	22%	22%	23%	27%	33%
ROA	9%	10%	8%	10%	11%	12%
Выручка/Активы (x)	0,39x	0,41x	0,32x	0,42x	0,45x	0,47x

Маржинальность, в %	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	52%	51%	51%	51%	51%	51%	53%	51%
Маржа по EBITDA	37%	36%	37%	38%	39%	39%	40%	40%
Маржа по чистой прибыли	0%	-1%	17%	23%	24%	24%	25%	25%

## Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки



Инвестиционный  
обзор №293  
26 апреля 2024  
[ffin.global](http://ffin.global)



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	47 831	2024-04-24	261,7	290	2025-04-24	11%	240	Покупать
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	44 087	2024-04-08	364,7	400	2025-04-08	10%	322,5	Держать
PDD	PDD Holdings	Интернет- и прямая розничная торговля	170 086	2024-03-26	128,0	170	2025-03-26	33%	85	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	578 901	2024-03-12	1249,2	1550	2025-03-12	24%	1100	Покупать
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	17 471	2024-02-13	92,1	115,0	2025-02-12	25%	79	Покупать
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	91 743	2024-02-13	155,4	159	2025-02-12	2%	139	Держать
SPG	Simon Property Group, Inc.	Инвестиционные трасты недвижимости	46 857	2024-01-26	143,8	160,0	2025-01-25	11%	135	Покупать
HAL	Halliburton Company	Нефтегаз	34 349	2024-01-16	38,6	43,0	2025-01-15	11%	32,4	Покупать
GM	General Motors Company	Автомобилестроение	52 065	2024-01-30	45,1	45,0	2025-01-29	-	35,7	Фиксировать позицию
CROX	Crocs, Inc.	Одежда и предметы роскоши	7 649	2023-10-27	126,4	131,0	2024-10-26	-	100	Фиксировать позицию
SBUX	Starbucks Corporation	Гостиницы, рестораны и досуг	99 486	2024-02-06	87,9	114,0	2025-02-05	-	89	Стоп-лосс
KHC	Kraft Heinz Company	Продукты питания	46 183	2023-09-29	38,1	44,0	2024-09-28	16%	34	Покупать
FTNT	Fortinet, Inc.	Программное обеспечение	49 444	2023-09-15	64,8	75,0	2024-09-14	-	65	Стоп-лосс
BIDU	Baidu Inc Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	29 236	2023-08-18	98,2	180,0	2024-08-17	83%	87,5	Покупать
BIIB	Biogen Inc.	Биотехнологии	28 081	2023-11-09	193,2	300,0	2024-11-08	-	195	Стоп-лосс
AAL	American Airlines Group Inc.	Авиалинии	9 336	2024-01-30	14,2	20,0	2025-01-29	41%	10,7	Покупать
DG	Dollar General Corporation	Торговля потребительскими товарами	31 354	2023-12-12	142,7	144,0	2024-12-11	-	129	Фиксировать позицию
AMZN	Amazon.com, Inc.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 866 711	2024-02-01	179,5	200,0	2025-01-31	11%	155	Покупать

Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

# Опционная идея

## CALL CREDIT SPREAD ON PG

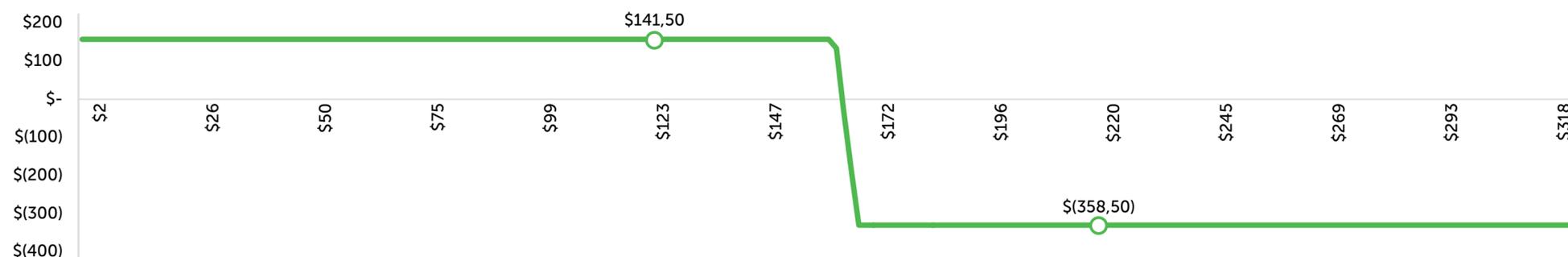
### Инвестиционный тезис

**The Procter & Gamble Company (PG)** — американская транснациональная компания, один из мировых лидеров рынка потребительских товаров, специализирующаяся на производстве и продаже широкого ассортимента товаров для здоровья, средств личной гигиены, косметики, моющих средств, товаров для детей и бытовой техники. До продажи Pringles компании Kellogg's в продуктовый портфель корпорации входили продукты питания и напитки. Выручка P&G за первый квартал, как и за аналогичный предыдущий период, немного недоотянула до консенсуса, зато прибыль оказалась значительно выше ожиданий рынка. Менеджмент обновил некоторые прогнозы операционных и финансовых результатов на текущий год. В частности, предполагается, что выручка увеличится в пределах 2–4%, органический рост продаж составит 4–5%, а курсовые разницы будут в диапазоне 1–2%. При этом прогноз EPS повышен до интервала –1–0% относительно результата за 2023 год, а базовая прибыль на акцию должна увеличиться на 10–11%.

Объем капзатрат запланирован на уровне 4% от выручки, эффективная налоговая ставка составит 20% (предыдущий гайденс: 21%). FCF прогнозируется в размере 90% от прибыли. Ориентир в отношении дивиденда — \$9 млрд, на buy back корпорация может потратить \$5–6 млрд (без изменений).

Рост продаж P&G замедлился в поквартальном сопоставлении. На отдельных рынках, главным образом в Китае, продукция корпорации успешно вытесняется местными производителями, и эта тенденция будет продолжаться. Тема развития бизнеса в КНР была одной из самых острых на конференс-колле. Сохраняется умеренное давление отрицательных курсовых разниц. Риски в Аргентине снижаются после продажи активов. Рентабельность остается на приемлемых уровнях. Существенных изменений в ориентирах на год руководство P&G не внесло. Риски дальнейшего замедления роста продаж в отдельных регионах присутствия и товарных категориях сохраняются. Наша целевая цена по акции PG остается на отметке \$160, при этом мы рассчитываем, что к 21 июня котировки превысят \$165.

### График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
PG	Покупать	PUT \$170	21.06.2024	0,605	\$(141,50)	0,165	0,036	0,169	-0,019	10,74%	14%	14%	15%	15%
	Продавать	PUT \$165	21.06.2024	2,020		0,397	0,053	0,256	-0,033	11,25%				

### Параметры сделки

Продажа	Call Credit Spread on PG
Страйки	Long CALL 170; Short CALL 165
Покупка	+PG^E6L170
Продажа	+PG^E6L165
Дата экспирации	21.06.2024
Маржинальное обеспечение	\$500
Максимальная прибыль	\$141
Максимальный убыток	\$(359)
Ожидаемая прибыль	28%
Точка безубыточности	\$166,42

### Управление позицией

Если в день экспирации, 21 июня, цена базового актива окажется ниже цены проданного опциона call, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$141. При цене базового актива в диапазоне \$165–170 убыток будет варьироваться, при этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) PG для закрытия позиции в момент экспирации. Если же цена базового актива поднимется выше цены купленного опциона call, инвестор понесет максимальный убыток \$359. В позицию необходимо заходить до 15 мая включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение прибыль/убыток ухудшится.

### Инвестиционный обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



# IPO Silvaco Group

## Проводник по индустрии полупроводников

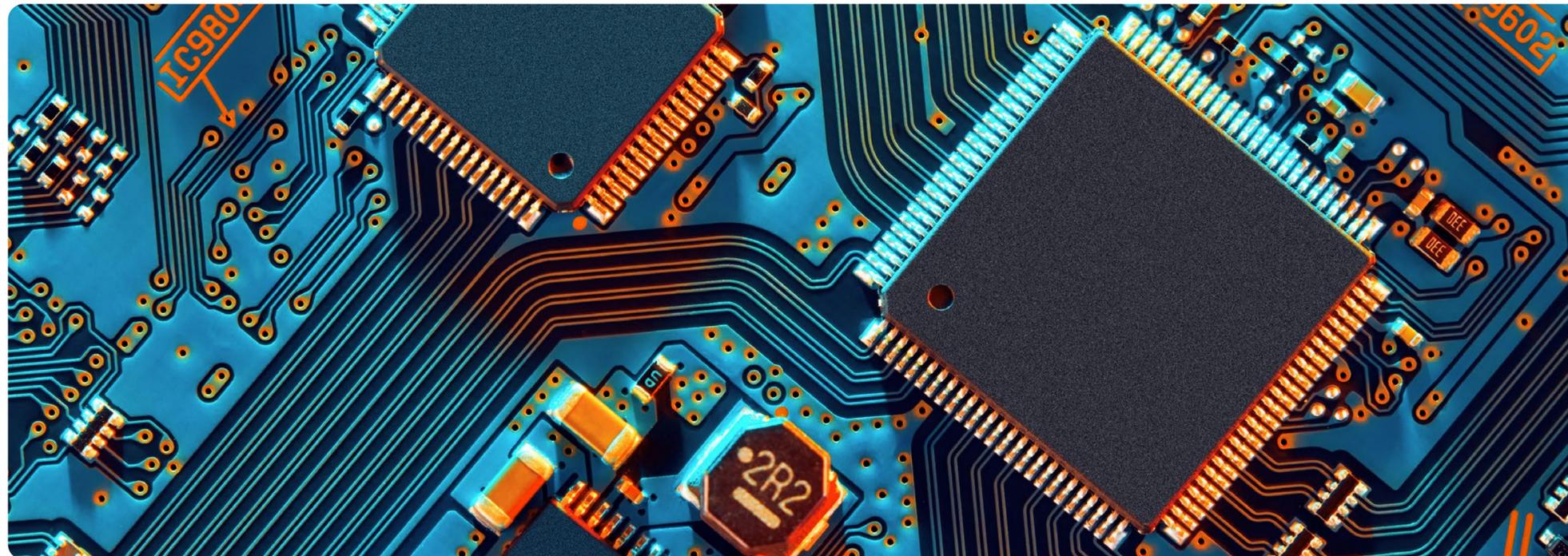
12 апреля заявку на IPO подал поставщик ПО для автоматизации проектирования и полупроводниковых IP-решений Silvaco Group. Андеррайтеры размещения — Jefferies и TD Cowen

### Чем интересна компания?

- **О компании.** Silvaco предоставляет программное обеспечение для технологического компьютерного (TCAD) и для автоматизации электронного (EDA) проектирования, а также предлагает полупроводники (SIP) для повышения эффективности, позволяющего сократить затраты на разработку и ускорить вывод продуктов на рынок. Клиентская база Silvaco состоит из компаний, выпускающих полупроводники, а также OEM- и ODM-производителей. Решения Silvaco интегрируются в технологии производства дисплеев, силовых устройств, автомобилей, хранилищ памяти, высокопроизводительных вычисле-

ний, IoT и мобильных гаджетов с поддержкой 5G и 6G. С 2015 года компания осуществила десять поглощений, а также приобрела ряд активов и технологий для выхода на новые рынки.

- **Потенциальный рынок.** По данным Grand View Research, совокупный рынок ПО EDA в 2022 году составлял в \$11,1 млрд, прогноз предполагает достижение его стоимостью отметки \$22,2 млрд к 2030 году. Свой адресный рынок Silvaco оценивает в \$3,1 млрд.
- **Финансовые показатели.** В 2022-м выручка компании выросла на 11%, в 2023-м — на 17%. EBIT-маржа с -8% в 2021 году увеличилась до -4% в 2022-м и до 2% в 2023-м.



### Обзор перед IPO

# SILVACO

Эмитент	<a href="#">Silvaco Group</a>
Тикер	<a href="#">SVCO</a>
Биржа	<a href="#">NASDAQ</a>
Андеррайтеры	<a href="#">Jefferies, TD Cowen.</a>

## На одной волне с внешними площадками

Стартовавшая в апреле коррекция KASE была обусловлена соответствующей динамикой зарубежных фондовых индексов

За первый квартал 2024 года KASE обеспечил доходность 21,3%. Однако уверенный рост первых трех месяцев сменился коррекцией с самого начала апреля. Эта динамика соответствовала движению на внешних рынках, хотя волатильность на локальных площадках была ниже. Фактор присутствия корреляции также подтверждается тем, что восстановление казахстанского рынка совпало с отскоком американского S&P 500, европейского Stoxx 600 и гонконгского Hang Seng на фоне снижения геополитической напряженности на Ближнем Востоке.

Коррекция началась 3 апреля и усилилась через пять дней на фоне падения акций Kaspi.kz. Поначалу мы связывали их динамику с фиксацией реестра на получение квартального дивиденда, однако затем появилась негативная для эмитента новость о планах правительства ослабить монополию Kaspi на платежи и переводы. Одним из основных аутсайдеров рынка

остается Air Astana, попавшая под давление из-за затянувшейся распродажи своих бумаг. Их перепроданность достигла таких уровней, что изменила сентимент скептически настроенных в отношении этого инструмента участников рынка в позитивную сторону. В лидеры роста вышел Казмунайгаз, чьи акции мы рекомендовали в инвестиционной идее предыдущего обзора. Ключевым повышательным драйвером для котировок КМГ стало удорожание нефти из-за напряженности на Ближнем Востоке.

Тенге сохраняет уверенные позиции, даже несмотря на повышение доходностей гособлигаций США и индекса доллара (DXY). Котировки пары USD/KZT опустились ниже 445 — отметки, соответствующей максимуму с августа 2023 года. Это означает пробои важных локальных уровней поддержки для доллара.

### Ожидания и стратегия

Улучшение внешнего фона идет на пользу индексу KASE. Локальная волна снижения заканчивается, и похоже, что до первых дивидендных отсечек торги будут проходить спокойно. Позитивно оцениваем динамику ГДР и ADS казахстанских эмитентов, поскольку они коррелируют с растущими рынками Европы. Интересным для инвестиций считаем Kaspi в расчете на отскок после недавнего падения, а также Казмунайгаз, акции которого остаются в ранней стадии восходящей волны.

Инвестпривлекательность KASE укрепляет растущий тенге. Котировки доллара опустились до нашей первой цели на уровне 445 тенге, далее мы ожидаем движения котировок до 441,5 за доллар. Верхней границы нашего прогнозного диапазона 439 пара USD/KZT может достичь в течение пары месяцев.

Первые оценки стартовавшего сезона квартальных отчетов мы представим в следующем обзоре. Рассчитываем на позитивные результаты представителей сырьевого сектора. Поддержку КМГ должен оказать стабильный рост цен на нефть в отчетном периоде, а Казатомпрому содействовали высокие уровни котировок урана.

### Динамика акций и ГДР

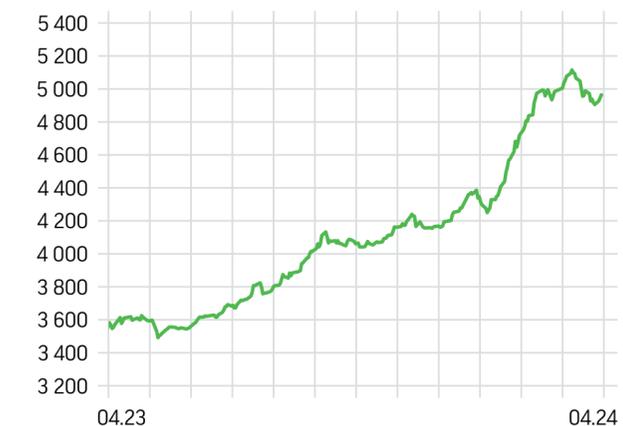
Актив	Значение на		Изменение
	09.04.24	23.04.24	
Индекс KASE	5 000,83	4 943,46	-1,1%
Казатомпром (GDR)	12 055,00	12 940,00	7,3%
Банк Центр-Кредит (KASE)	118,16	122,99	4,1%
Kaspi (KASE)	17,80	18,20	2,2%
Казатомпром (KASE)	209,41	213,19	1,8%
Казмунайгаз (KASE)	3 009,97	3 026,78	0,6%
Халык Банк (GDR)	1 482,10	1 482,49	0,0%
KEGOC (KASE)	841,50	839,00	-0,3%
Казтрансойл (KASE)	34 801,00	34 400,00	-1,2%
Халык Банк (KASE)	8,15	7,95	-2,5%
Казахтелеком (KASE)	952,00	914,01	-4,0%
Kcell (KASE)	18 877,00	18 050,00	-4,4%
Kaspi (ADS)	1 613,65	1 539,10	-4,6%
Air Astana (GDR)	41,60	39,35	-5,4%
Air Astana (KASE)	56 354,00	52 838,25	-6,2%



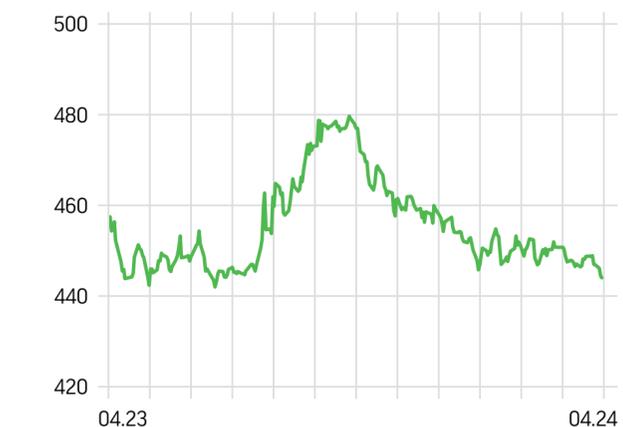
- **Нацбанк воздержался от смягчения монетарных условий.** Ставка ЦБ осталась на отметке 14,75%, хотя мы ожидали ее снижения на 0,25%. Инфляция в марте составила 9,1%, что означает повышение реальной ставки, рассчитываемой как базовая ставка минус инфляция. В Нацбанке назвали факторами, препятствующими пересмотру параметров ДКП, устойчивый внутренний спрос и по-прежнему высокие инфляционные ожидания. Ценовое давление усилила также необходимость выделения дополнительных бюджетных средств для устранения последствий разрушительных паводков на западе и севере страны.
- **В Казахстане появится единый QR-код для всех банков.** С 2025 года Нацбанк намерен ввести единый QR для платежных систем. Данная инициатива направлена на ослабление монополии Kaspi и Народного банка в сфере платежей. Это решение негативно для Kaspi, но благоприятно для остальных финансовых организаций, в частности для Народного банка. В то же время предположить, каким будет итоговый эффект для прибыли финтеха, пока сложно.
- **Стали известны новые рекомендации по дивидендам.** В преддверии старта дивидендного сезона все больше компаний анонсируют свои ориентиры по выплатам. СД Казтрансойла рекомендовал направить на дивиденд 65 тенге на акцию (2022 год: 39 тенге), Казатомпром — 1213,19 тенге (2022 год: 774,88 тенге), отсечка по выплатам компании пройдет 16 июля. На текущий момент Kaspi утвердил квартальный дивиденд в размере 850 тенге на акцию. 25 апреля состоится ГОСА Народного банка, которому также предстоит определить размер выплат.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



## Возвращение в зеленый сектор

Со второй декады апреля индекс TSMI торговался в плюсе за счет роста большинства входящих в него акций

Индекс Tashkent Stock Market Index (TSMI) за последние две недели вырос на 1,5%, до 884 пунктов, за счет положительной динамики большинства входящих в него эмитентов. При этом объем торгов снизился вдвое и составил 1,96 млрд сумов.

Акции Биохимического завода (Биокиме, BИOK) отскочили вверх на 27,11%, до 21 100 сумов, после продолжительного падения.

Лидером по объему торгов, составившему 365 млн сумов, стал Узметкомбинат (UZMK), акции которого за рассматриваемый период подорожали на 2,8%, до 5553 сумов.

Хамкорбанк (НВКМ) отчитался за первый квартал ростом чистой прибыли на 29% г/г, на что его акции отреагировали повышением на 3,88%, до 29,71 сума. Инвесторы оптимистично настроены в преддверии назначенного на 17 мая годового собрания акционеров, в повестку которого включен вопрос о выплате дивидендов за 2023 год.

Акции Промстройбанка (SQBN), несмотря на успешные результаты за январь-март, снизились в цене на 1,35%, до 10,26 сума.

В боковике провели последние две недели акции Ипотека-банка (IPTB), опустившиеся по их итогу на 0,9%, до 1,09 сума. Несмотря на резкое сокращение чистой прибыли в первом квартале, бумаги кредитора с начала года обеспечили инвесторам доходность 10,1%.



### Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	09.04.24	23.04.24	
TSMI Index	870,60	884,05	1,54%
URTS	17 200,00	17 699,00	2,90%
IPTB	1,10	1,09	-0,91%
НМКВ	28,60	29,71	3,88%
UZMK	5 400,00	5 553,00	2,83%
BИOK	16 600,00	21 100,00	27,11%
QZSM	2 475,00	2 400,00	-3,03%
SQBN	10,40	10,26	-1,35%
UNVB	9 200,00	9 500,00	3,26%
UZMT	67 750,01	69 999,00	3,32%
UZTL	4 000,00	4 000,00	0,00%



### Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем для **покупки** акции УзРТСБ (URTS) и Кизилкумцемента (QZSM) с таргетами 24,9 тыс. и 4,487 тыс. сумов соответственно.
- Советуем **держать** акции Узтелекома (UZTL) и Хамкорбанка (НМКВ) с целевыми ценами 6,87 тыс. сумов и 33,5 сумов соответственно.

### Новости экономики

- С 1 мая повышаются тарифы на электроэнергию и газ для населения, что скажется на бюджете домашних хозяйств. На фоне роста цен на электроэнергию в августе 2019-го инфляция в годовом выражении составила 15,2%, что на 0,9% выше, чем в 2018-м. В результате повышения коммунальных тарифов Fitch Ratings прогнозирует ускорение инфляции в Узбекистане до 13%, а Международный валютный фонд ориентируется на ее рост на 11,6%.
- Разработана программа приватизации на 2024 год, в которую включены около 250 государственных долей, выставляемых на публичные торги, а также объекты недвижимости предприятий с участием государства и 12 компаний, которые выйдут на IPO на локальном фондовом рынке. Минэкономфин и ЕБРР в мае текущего года заключат соглашение, которое ляжет в основу приватизации Асакабанка. По условиям договора банку будет предоставлен дополнительный капитал для увеличения объемов розничного кредитования и займов для малого и среднего бизнеса, что благоприятно скажется на показателях прибыльности компании в среднесрочной перспективе.
- По данным официальной статистики, внешнеторговый оборот Узбекистана в январе-марте увеличился на 6,2% г/г, до \$15,8 млрд. Экспорт вырос на 10% г/г, до \$6,38 млрд, импорт — на 3,8% г/г, до \$9,43 млрд. Основными торговыми партнерами республики остаются Китай, Россия и Казахстан.

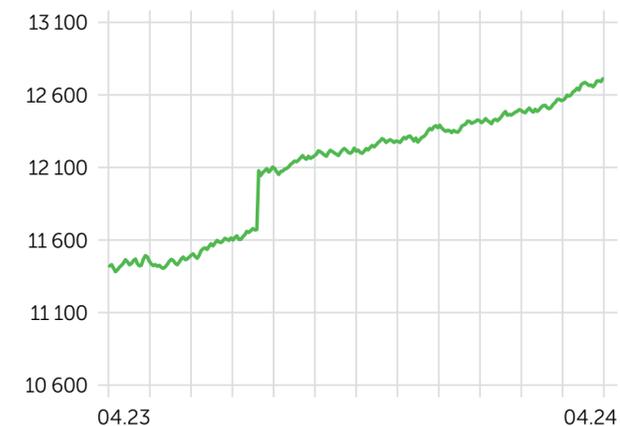
### Новости компаний

- Ипотека-банк (IPTB)** отчитался за первый квартал падением чистой прибыли на 99% г/г, до 3,6 млрд сумов, при росте процентных доходов на 43% г/г, до 932,2 млрд сумов. Динамика прибыли объясняется тем, что банк направил 1,26 трлн сумов в резерв на покрытие возможных убытков по кредитам и другим активам. Это связано с внедрением новых практик риск-менеджмента. Фундаментальные показатели банка остаются сильными.
- Второй по величине активов банк в республике **УзПСБ (SQBN)** за первый квартал нарастил чистую прибыль на 99,2% г/г, хотя так же, как и Ипотека-банк, распределил значительный объем средств на покрытие возможных убытков по кредитам и лизингу. При 769,6 млрд чистых процентных доходах в резервы было направлено 885,5 млрд сумов. Чистая прибыль компании увеличилась за счет роста беспроцентных доходов на 33,8%, до 1,5 трлн сумов. Банк продолжает внедрять механизмы устойчивого развития в свою деятельность. Наряду с утверждением ESG-политики заключен меморандум с Global Green Growth Institute, главной целью которого станет финансирование проектов фермерских хозяйств региона, а также субъектов малого и среднего бизнеса в агропромышленном секторе.
- Результаты **Кизилкумцемента (QZSM)** за первый квартал оказались умеренно негативными. Выручка сократилась на 23% г/г, до 279 млрд сумов, чистая прибыль упала на 96,3% г/г, до 1,5 млрд сумов. Валовая рентабельность повысилась примерно на 4%, составив 31%, но операционная прибыль до учета налогов и финансовой деятельности значительно сократилась ввиду повышения расходов по реализации на 164%.

### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



### Динамика USD/UZS, 1 год



### Инвестиционный обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



## DAX на перепутье

Коррекция последних двух недель может смениться разворотом вверх в случае выхода благоприятных новостей экономики

За неделю с 8 по 12 апреля ключевой индекс фондового рынка Германии DAX скорректировался ниже 18 000 пунктов, потеряв 1,35%. В понедельник европейские акции двигались вверх при поддержке котировок производителей циклических товаров после сильных данных промпроизводства в Германии, которое в феврале увеличилось на 2,1% м/м при консенсусе 0,3%. Для DAX торги завершились ростом на 0,8%, то есть на 30 б.п. выше результата широкого европейского рынка. После обвала акций оборонного сектора, в том числе немецкой Rheinmetall (-6,9%), на фоне консервативного прогноза почти весь рост предыдущего дня был растерян в ходе торгов 9 апреля. Важным событием недели стало заседание ЕЦБ, которое прошло 11 апреля. Регулятор, как и ожидалось, оставил ставку без изменений, однако комментарии Кристин Лагард были восприняты как сигнал к тому, что смягчение ДКП начнется уже в июне. Между тем вышедшие ранее данные инфляции в США зафиксировали ее рост выше прогноза, поэтому участники рынка перенесли ориентир в отношении начала снижения ставки ФРС на сентябрь. Что же касается рынков Европы, то после заседания регулятора в лидерах падения оказался банковский сектор, который потянул за собой и остальной рынок.

**В минусе DAX завершил и неделю с 15 по 19 апреля. Этот период стал третьей пятидневкой коррекции подряд.** Индекс опустился на 1,1%, до 17 737 пунктов. Главной темой недели для фондовых рынков стало резкое обострение вооруженного

противостояния на Ближнем Востоке, а именно массированный обстрел территории Израиля со стороны Ирана и ожидания ответного удара. В ходе торгов 16 апреля немецкий рынок потерял 1,4% на фоне снижения котировок меди после выхода очередного блока слабых макроданных из Китая. Дополнительное давление на фондовые индексы оказала негативная динамика акций банковского сектора Европы, спровоцированная котировками HSBC и BNP Paribas. В то же время после публикации превысивших ожидания квартальных результатов и на фоне улучшения прогнозов операционной прибыли на текущий год уверенный рост показал Adidas. В лидерах падения оказался производитель лабораторного и фармацевтического оборудования Sartorius (-16%), так как объемы его заказов и размер выручки за первый квартал недотянули до консенсуса.

**Главным событием ближайших дней станет публикация апрельской статистики инфляции.** В Германии релиз запланирован на 29 апреля, консенсус предполагает ускорение роста цен с 2,2% г/г до 2,3% г/г. На следующий день ЕС и Германия представят предварительные данные динамики ВВП за первый квартал. За предыдущий аналогичный период базовый показатель экономики ФРГ опустился на 0,3% кв/кв, текущий прогноз предполагает его повышение на 0,1% кв/кв. До конца апреля квартальные результаты представят Porsche, Mercedes-Benz, Volkswagen, Adidas, Vonovia, Lufthansa и Covestro, а 2 мая отчитается Linde.

### Ожидания и стратегия

В начале текущей недели DAX отскочил вверх от восходящей трендовой линии. Рост оказался достаточно сильным, что позволяет прогнозировать возвращение бенчмарка к 18 500 пунктам. Однако дальше многое будет зависеть от данных инфляции и ВВП, которые могут привести как к обновлению максимумов, так и к локальному откату вниз.

### Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	05.04.24	19.04.24	
DAX Index	18 175,04	17 737,36	-2,4%
ADS GR Equity	201,40	223,70	11,1%
ZAL GR Equity	24,13	26,73	10,8%
PSM GR Equity	6,70	7,24	8,0%
FRE GR Equity	25,06	26,77	6,8%
HLAG GR Equity	140,30	148,60	5,9%
FME GR Equity	34,59	36,54	5,6%
RWE GR Equity	30,73	32,40	5,4%
4GLD GR Equity	68,90	72,03	4,5%
BEI GR Equity	130,25	135,55	4,1%
EVK GR Equity	18,83	19,20	2,0%
DBK GR Equity	14,70	14,92	1,5%
CBK GR Equity	13,24	13,39	1,1%
PUM GR Equity	42,03	42,40	0,9%



# Рынок Германии

## Важные новости

- **Индекс цен производителей в Германии оказался выше прогнозов.** В марте индикатор понизился на 2,9% г/г при консенсусе 3,2%. Основной вклад в динамику цен продолжают вносить энергоносители, средняя стоимость которых упала на 7% за последний год.
- **Исследовательский институт Ifo фиксирует завершение логистического кризиса.** По данным ведомства, сложности с цепочками поставок у немецких компаний снизились до допандемийного уровня. Лишь 10,2% опрошенных топ-менеджеров заявили о проблемах с поставками, тогда как в декабре 2021 года эта доля составляла 81,9%.
- **ZEW фиксирует улучшение экономических настроений в Германии.** По версии института, соответствующий индекс с 31,7 пункта в марте поднялся до 42,9 в апреле, что намного выше ожиданий на уровне 35,1 пункта.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



# Инвестиционная идея

## Fresenius SE & Co KGaA. Успех — дело медтехники

Уверенные операционные результаты, реализация стратегии оптимизации расходов и технические факторы делают акции FRE интересными для покупки

### Причины для покупки:

- **Сильные результаты за четвертый квартал и оптимистичные прогнозы на 2024 год.** В 2023 году выручка Fresenius увеличилась на 6% г/г, достигнув 22,3 млрд евро, а EBIT выросла на 2%, до 2,3 млрд евро. В 2024 году благодаря прогрессу в реструктуризации и улучшению операционных показателей приоритетом менеджмента компании стало улучшение финансового состояния бизнеса путем снижения левериджа и оптимизации затрат. Эти шаги должны ускорить рост доходов Fresenius в текущем и последующих годах. Собственный гайденс на 2024 год предполагает повышение выручки на 3–6%, при росте EBIT в пределах 4–8% и улучшение коэффи-

циента левериджа до 3–3,5х.

- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** На текущий момент акции Fresenius покрывают 22 инвестбанков, из которых 15 дают рекомендацию «покупать», в том числе Jefferies (таргет: 41 евро), Barclays (таргет: 35 евро), Berenberg (таргет: 43 евро), Morningstar (таргет: 50 евро) и AlphaValue/Baader Europe (таргет: 36,7 евро). Остальные советуют держать бумаги FRE. Средняя целевая цена по ним — 36,56 евро.
- **Техническая картина.** Акции FRE в марте отскочили от поддержки на уровне 24,3 евро и тестируют сопротивление 27,5 евро, в случае пробоя которого котировки могут начать двигаться к 29,5 евро.



### Среднесрочная идея

**FRESENIUS**

Тикер на Xetra	FRE
Текущая цена	€27,4
Целевая цена	€31,3
Потенциал роста	14,23%

### Динамика акций FRE на Xetra



# Рынок Армении

## Макроэкономика вселяет оптимизм

Разнонаправленная динамика на армянской фондовой бирже может смениться ростом в случае выхода позитивных макроданных

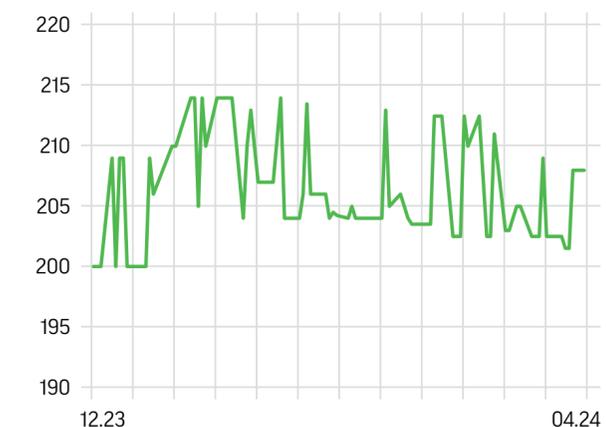
- С 8 по 22 апреля фондовый рынок Армении показал смешанную динамику. Котировки АСВА BANK (АСВА) скорректировались еще на 3,4% на фоне публикации отчетности за первый квартал 2024 года, отразившей рост чистой прибыли лишь на 18,3% г/г, тогда как конкурентам — Ardshinbank и Unibank — удалось увеличить этот показатель на 51,9% и 66,5% г/г соответственно. Тем не менее результаты АСВА в целом мы оцениваем как умеренно позитивные: его чистый процентный доход повысился на 20,3% г/г, активы увеличились на 1,5% г/г. Акции Telecom Armenia OJSC (AMTL) в течение последних двух недель достигали отметки 209 драмов, затем скорректировавшись до 208. За первую из рассматриваемых торговых пятинедневок котировки прибавили 1,5%, а

за вторую — еще 2,7%. Разнонаправленная динамика может быть вызвана тактическим перетоком средств инвесторов из финансового сектора в телекоммуникации.

- Индекс трехлетних корпоративных облигаций подрос на символические 0,06%. Ожидаемые обновленные данные инфляции и другие релизы макростатистики в совокупности с потенциальным пересмотром ставки рефинансирования ЦБ Армении станут определяющими факторами для динамики финансовых инструментов. Решение ЦБ в отношении корректировки монетарных условий будет в значительной степени зависеть от инфляционных трендов. При продолжении дефляции и росте безработицы считаем вероятным продолжение смягчения ДКП.



Динамика акций  
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



### Новости экономики

Сохраняющаяся дефляция остается одним из ключевых факторов, сдерживающих рост на фондовом рынке Армении. Продолжение данной тенденции может побудить Нацбанк к дальнейшему снижению ключевой ставки.

- Всемирный банк улучшил прогноз роста экономики Армении на текущий год с 4,7% до 5,5%, с 4,5% до 4,9% на 2025-й. В 2026-м организация ориентируется на повышение ВВП на 4,5% г/г. Инфляция в текущем и двух следующих годах прогнозируется на отметках 3%, 3,5% и 4% соответственно.
- В четвертом квартале прошлого года безработица в Армении выросла до 13,1% после 12% в третьем, однако сократилась с пиковой отметки 13,7%, достигнутой в январе-марте 2023-го.
- По данным Комитета кадастра, за февраль количество сделок на рынке недвижимости республики увеличилось на существенные 26,8%, до 21159, что соответствует максимуму за 14 лет, 29% всех этих сделок проведено в Ереване. Объем операций купли-продажи недвижимости вырос на 30% г/г, до 4700. Цены на нее в указанном месяце повысились на 13,2% г/г.
- Объем экспорта из Армении в январе-феврале увеличился в 2,6 раза, главным образом за счет роста поставок драгоценных и полудрагоценных камней и металлов, а также изделий из них на 785% (8,85x), до \$1806 млн, ввиду увеличившегося реэкспорта российских бриллиантов и золота в ОАЭ и Гонконг. Поставки оборудования и механизмов выросли на 38% г/г, до \$243 млн.

### Новости компаний

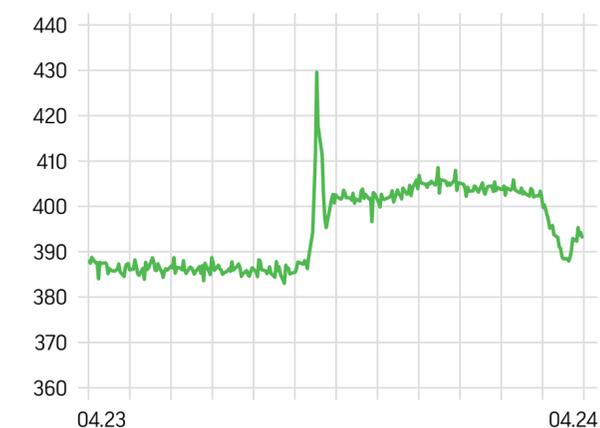
- По данным агентства АРКА, основанным на результатах банков по МСФО, чистая прибыль финансового сектора Армении в первом квартале 2024 года поднялась на 19% г/г, до 83,1 млрд драмов.
- Granatus Ventures инвестировала в стартовый раунд Sparxell — британского разработчика высокоэффективных, экологически чистых пигментов на растительной основе, использование которых позволит решить часть экологических проблем, связанных с применением химических красителей.

### Ожидания на предстоящие две недели

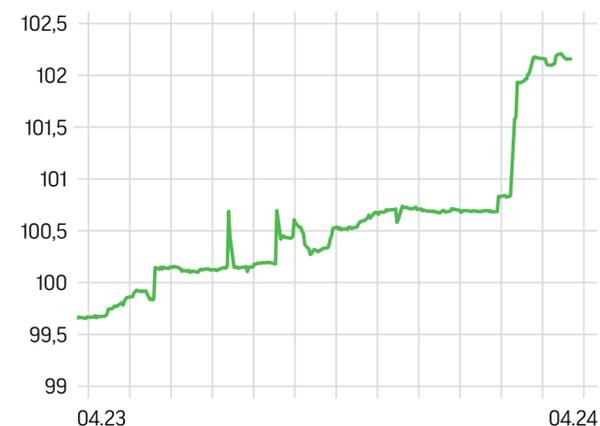
- С 26 апреля по 6 мая в Армении должна выйти статистика:
  - индекса потребительских цен,
  - экономической активности,
  - промпроизводства,
  - объемов строительства,
  - оборота торговли,
  - индекса деловой активности в сфере услуг,
  - заработной платы,
  - экспорта и импорта.
- Публикация большого объема макроданных будет способствовать

усилению волатильности на фондовом рынке республики. Триггеров для существенного ослабления драма не просматривается. Рост цен на золото на 6,5% м/м и на 16% за год, а также увеличение объемов его экспорта (в том числе в изделиях) будет способствовать стабилизации курса нацвалюты к доллару, евро и российскому рублю. Этому же тренду способствует и динамика цен на алюминий (+10,7% м/м) и медь (+10,4% м/м), которые также являются важными статьями экспорта из Армении. Драйверами роста биржевые индексы может обеспечить позитивная макроэкономическая статистика и потенциальное снижение ставки, которое будет способствовать усилению экономической активности.

### Динамика USD/AMD, 1 год



### Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



### Инвестиционный обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)



## Праздники сменились коррекцией

С середины апреля большинство биржевых инструментов Эмиратов показали отрицательную динамику под влиянием экономических и геополитических факторов

- **Рынки ОАЭ возобновили работу после празднования Рамадана, и с 15 по 23 апреля на них преобладали настроения риск-офф.** Индекс Dubai Financial Market (DFM) General за этот период упал на 1,83%, S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) опустился на 2,41%. Мы объясняем эту динамику в первую очередь коррекцией в ценах на нефть на 5,1% с достижением нижней точки дневного торгового диапазона \$85,3 за баррель марки Brent к концу описываемого периода. Напряженной оставалась и геополитическая ситуация в регионе. Ее эскалации содействовал ответный удар Израиля по военной инфраструктуре Ирана, а также заявления Тегерана о готовности к применению ядерного оружия. Не способствовала разрядке и атака беспилотников Хезболлы по израильским базам к северу от города Акко.
- **Более 70% входящих в локальные индексы эмитентов торговались в красной зоне.** В то же время в лидеры роста с результатами 18,1% и 13% соответственно вышли Gulf Navigation Holding PJSC (GULFNAV-AE) и Eshraq Investments PJSC (ESHRAQ-AE). Напомним, что с начала года акции Eshraq скорректировались на 28,9%, так как управляющая компания получила в 2023 году чистый убыток в размере 548 млн дирхамов при сокращении выручки вдвое — до 22,76 млн. По нашему мнению, уверенная позитивная динамика котировок с середины апреля обусловлена очередным шорт-скивом, признаком которого является значительное увеличение объема торгов при отсутствии позитивного новостного потока.
- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, повысился на 24 б.п., до 5,58%, что мы объясняем смещением рыночных ожиданий в отношении начала смягчения ФРС монетарных условий с летних месяцев на

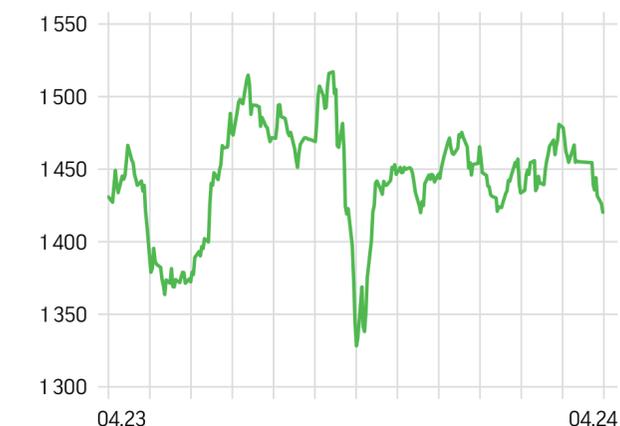
начало осени. Обновленный консенсус предполагает лишь два понижения ставки в 2024 году. Напомним, что ряд стран Ближнего Востока, включая ОАЭ, аутсорсят монетарную политику США.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год



Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



### Новости экономики

- По данным Всемирного совета по путешествиям и туризму (WTTC), в Объединенных Арабских Эмиратах (ОАЭ) эта индустрия достигла рекордных результатов в 2023 году и может продолжить рост. Вклад туристического сектора в экономику Эмиратов составил 220 млрд дирхамов (около \$60 млрд), или примерно 12% ВВП. Рост отрасли в прошлом году составил 26% в годовом выражении. В WTTC отмечают, что популярность таких направлений, как Дубай, Абу-Даби и Рас-Аль-Хайма, способствовала увеличению рабочих мест в Эмиратах. По предварительным данным, каждый девятый работник трудоустроен в туристическом секторе. Расходы гостей ОАЭ выросли на 40% г/г, до 175 млрд дирхамов. По прогнозам организации, в 2024 году вклад туризма в экономику ОАЭ окажется на уровне 236 млрд дирхамов, а к 2034-му расширится до 275 млрд, то есть CAGR (среднегодовой рост) составит 2,26%.

### Новости компаний

- Исламский банк Абу-Даби (ADIB) заключил партнерство с компанией Astra Tech, которая специализируется на технологиях в потребительском секторе в регионе MENA и владеет приложением Botim, через которое можно осуществлять голосовые и видеозвонки в ОАЭ. В планах Astra Tech создание superapp, и партнерство с ADIB открывает возможности для включения в это приложение финансовых услуг. Партнерство позволит использовать финансовый опыт ADIB в сочетании с инновационным приложением Botim Ultra, интегрировать спектр банковских продуктов и услуг ADIB, отвечающих требованиям шариата, в приложение, сочетающее традиционное банковское обслуживание и инновации финтеха.
- Сеть супермаркетов Spinneys планирует выйти на IPO и разместить около 25% акций. Ценовой диапазон размещения 1,42–1,53 дирхама (примерно \$0,38–0,42), что подразумевает оценку эмитента в пределах 5,11–5,51 млрд дирхамов. Окончательная цена предложения будет определена в процессе формирования книги заявок и, как ожидает компания, будет объявлена 1 мая. Компания управляет 75 розничными продуктовыми супермаркетами премиум-класса под брендами Spinneys, Waitrose и Al Fair в ОАЭ и Омане, на первую половину года запланирован запуск первого магазина сети в Саудовской Аравии.

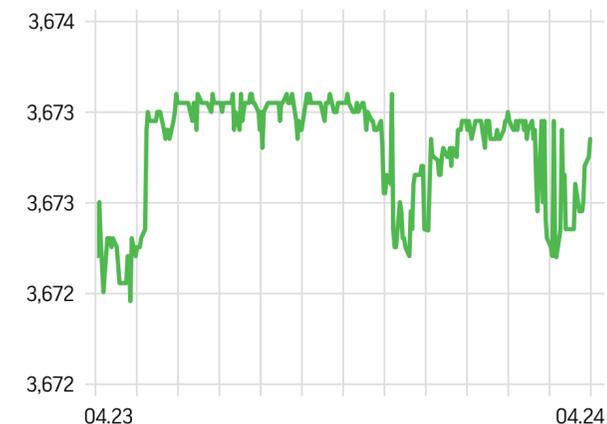
### Ожидания на предстоящие две недели

- Стоимость сырья, в частности нефти, остается главным драйвером движений на фондовых рынках стран Персидского залива, а в краткосрочной перспективе цены на углеводороды, скорее всего, продолжат корректироваться. Уменьшение геополитической напряженности, обусловленное прекращением прямого противостояния между Израилем и Ираном, приводит к сокращению геополитической премии в котировках. Давление на цены товарных активов оказывает укрепление доллара США. Индекс DXY, отражающий стоимость доллара против основных мировых валют, прибавил с начала года 4,5%. В апреле и мае фактор сезонности продолжит негативно влиять на нефтяные цены, а окончание отопительного сезона отрицательно отразится на спросе на нефтепродукты.

### Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



### Динамика USD/AED, 1 год



Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



# Новости Freedom Holding Corp.



## Freedom Holding Corp. принимает участие в восстановлении экосистемы Аральского моря

Freedom Holding Corp. в рамках проекта USAID по восстановлению экосистемы Аральского моря высадил саксаул на аллее «Дружбы». Эта территория, расположена на осушенном дне Арала в Кызылординской области. Мероприятие, которое ознаменовало открытие питомника черного саксаула, состоялось при участии заместителя акима Кызылординской области Бахыта Жаханова, главного исполнительного директора Freedom Holding Corp. Тимура Турлова и заместителя директора Международного фонда спасения Арала в Республике Казахстан (МФСА) Зауреш Алимбетовой.

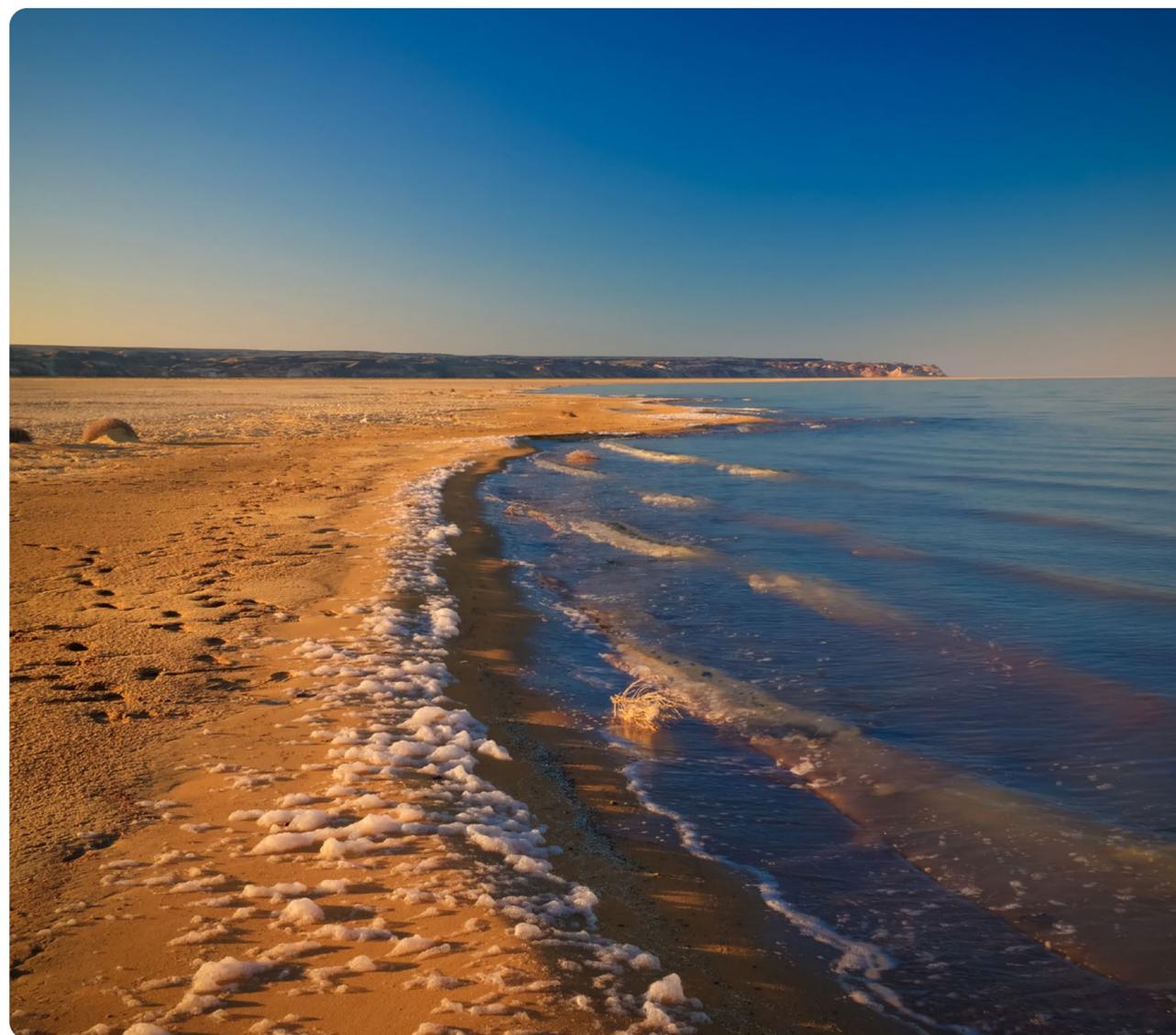
Региональный проект USAID — это уникальный пример оазисного метода создания зеленого покрова на осушенном дне Аральского моря. Оазисные точки роста предусматривают обязательное присутствие источников пресной или солоноватой воды, которые позволят осуществить на этой территории посадки не только саксаула, но и других видов растений, а также организации сеяных пастбищ кормовых трав, создание систем водопоя для диких и домашних животных.

Дополнительным преимуществом создания «лесного оазиса» станет увеличение поглощения углерода растениями и почвой, что поможет смягчить последствия изменения климата.

В 2023 году Freedom Holding Corp. и USAID поддержали проект МФСА по пилотной высадке черного саксаула на 150 га. В 2024 году за счет специального благотворительного фонда «Freedom Шапағат» и международных доноров планируется оказать содействие в высадке черного саксаула на дополнительных 336 га, а также восстановлении пастбищ на 1000 га в рамках комплексной программы восстановления экосистемы Арала.

Также при поддержке Freedom Holding Corp. впервые в Казахстане МФСА и Qazaq Carbon проводят работы по оценке возможностей по углеродной сертификации, которая поможет решить проблему изменения климата и существенно сократить выбросы парниковых газов. Этот экономический механизм углеродного регулирования стимулирует компании компенсировать и сокращать вредные выбросы и поможет создать казахстанскую модель углеродного кредита, которую можно будет масштабировать на всей территории страны и в соседних государствах. Углеродная сертификация посадок саксаула обеспечит постоянный доход для поддержания саксаульных лесов на протяжении как минимум двадцати лет, а также уход за растениями и расширение территории посадок.

«В этом году председательство в Международном фонде спасения Арала перешло к Казахстану. Наша страна будет возглавлять организацию в ближайшие три года. Это большая миссия и ответственность, которую мы как бизнес осознаем и разделяем, потому что только совместными усилиями можно добиться улучшения состояния этого уникального водоема. Такая задача выполнима только при консолидации усилий всех стран-участниц фонда, неправительственных организаций и нас — бизнес-сообщества», — прокомментировал событие главный исполнительный директор Freedom Holding Corp. Тимур Турлов,



Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)



# Публичная Компания Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный  
обзор №293

26 апреля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)

Республика Казахстан, г. Астана, район Есиль, улица Достык, здание 16, вnp. 2 (Talan Towers Offices)

## Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, [capitalmarkets@ffin.kz](mailto:capitalmarkets@ffin.kz)

## Связи с общественностью

Наталья Харлашина, [prglobal@ffin.kz](mailto:prglobal@ffin.kz)

ПН-ПТ 09:00-21:00 (по времени г. Астана)  
+7 7172 727 555, [info@ffin.global](mailto:info@ffin.global)

## Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)  
[7555@ffin.global](mailto:7555@ffin.global), [ffin.global](https://ffin.global)

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Размещенные в данной презентации материалы носят справочно-информационный характер и адресованы клиентам Freedom Finance. Данные сведения не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением инвестировать в акции упомянутых компаний. Перечисленные в представленных материалах финансовые инструменты либо операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Информация, содержащаяся в данном обзоре, не учитывает ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является индивидуальной задачей. Freedom Finance не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения им каких-либо торговых операций с упомянутыми в материале финансовыми инструментами и не рекомендует использовать представленные в нем сведения в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.