

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Инфляция вновь сбавляет обороты

Замедление базовой инфляции и умеренная риторика чиновников ФРС в отношении перспектив монетарной политики ослабили неопределенность и поддержали «бычий» сентимент на рынке

Казахстан

KASE идет на рекорд

Германия

Твердый «фундамент» — уверенный рост

ОАЭ

Не время рисковать

Узбекистан

Акции в поисках дна

Армения

На волне макрооптимизма

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



Рынок США. Инфляция вновь сбавляет обороты.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. Вот это поворот: в гонку за лидерство включилось ЖКХ	6
Актуальные тренды. Обзор на 21 мая.....	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков	9
Обзор компаний малой капитализации.....	11
Инвестиционная идея. Contango ORE. За золотом не заржавеет	12
Текущие рекомендации по акциям.....	14
Оptionная идея. SHORT IRON CONDOR ON SHOP	15
IPO Novelis Inc. Гуру индустрии алюминия.....	16
Рынок Казахстана. KASE идет на рекорд.....	17
Рынок Узбекистана. Акции в поисках дна.....	19
Рынок Германии. Твердый «фундамент» — уверенный рост	21
Инвестиционная идея. Vonovia SE. В ожидании подвижек в индустрии недвижимости	23
Рынок Армении. На волне макрооптимизма.....	24
Рынок ОАЭ. Не время рисковать.....	27
Новости Freedom Holding Corp.....	29
Контакты	30

Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global

Фондовый рынок США

Инфляция вновь сбавляет обороты

Замедление базовой инфляции и умеренная риторика чиновников ФРС в отношении перспектив монетарной политики ослабили неопределенность и поддержали «бычий» сентимент на рынке



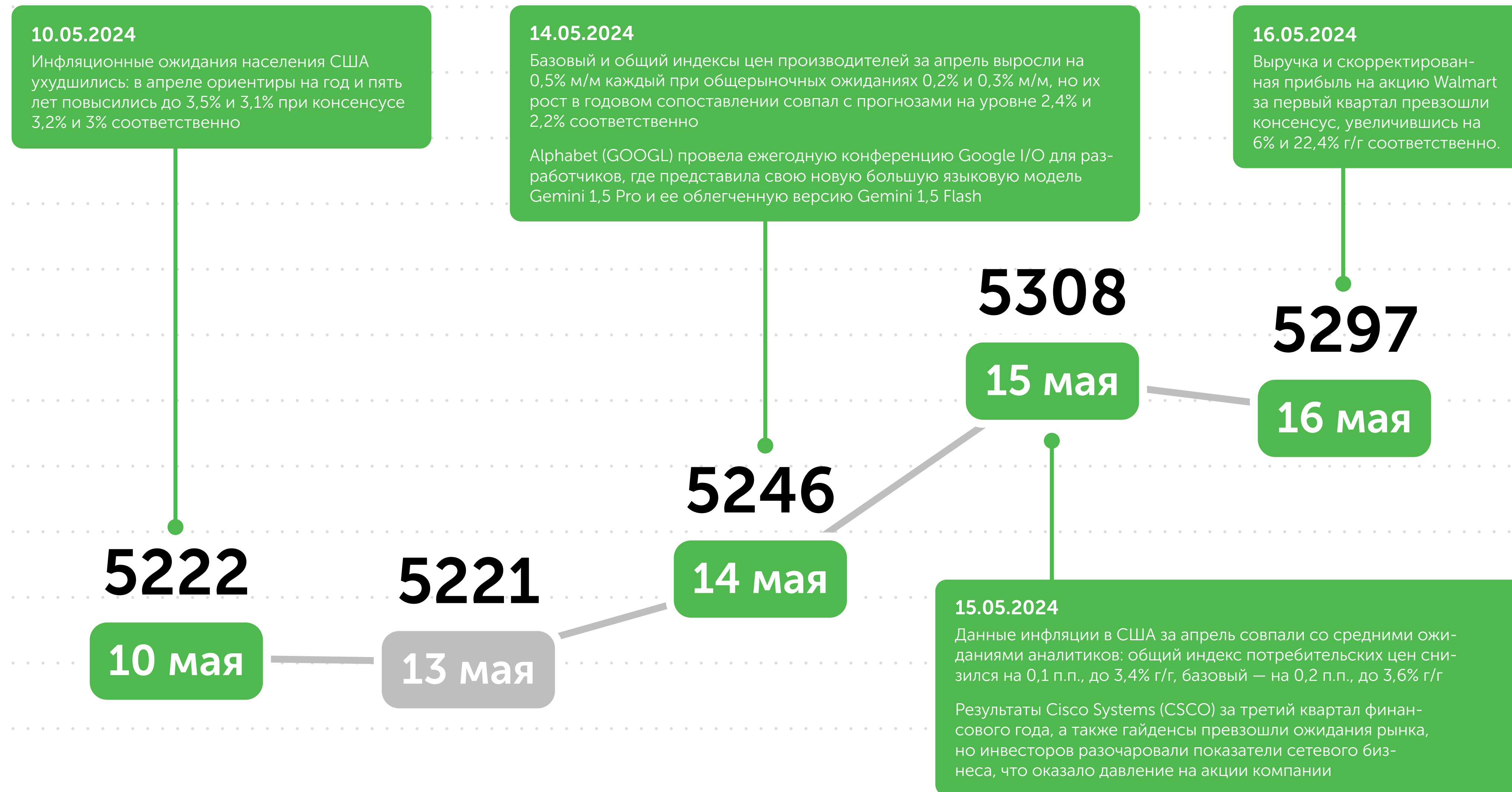
По состоянию на 21.05.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	0,60%	-1,56%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,04%	-1,50%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,17%	-1,15%
UUP	Доллар	-0,83%	1,20%
FXE	Евро	0,44%	-0,69%
XLF	Финансовый сектор	-0,66%	-2,64%
XLE	Энергетический сектор	-3,31%	-4,67%
XLI	Промышленный сектор	0,09%	-1,82%
XLK	Технологический сектор	1,36%	-2,33%
XLU	Сектор коммунальных услуг	3,35%	5,08%
XLV	Сектор здравоохранения	0,62%	-2,22%
SLV	Серебро	-2,69%	-2,06%
GLD	Золото	-1,69%	0,10%
UNG	Газ	11,45%	1,36%
USO	Нефть	-6,54%	-7,53%
VXX	Индекс страха	-4,77%	-4,27%
EWJ	Япония	3,17%	-1,62%
EWU	Великобритания	1,46%	3,39%
EWG	Германия	-0,03%	-2,21%
EWQ	Франция	-0,07%	-1,50%
EWI	Италия	-0,75%	-1,52%
GREK	Греция	1,35%	5,86%
EEM	Страны БРИК	3,16%	2,81%
EWZ	Бразилия	2,44%	0,69%
RTSI	Россия	-0,16%	2,34%
INDA	Индия	0,78%	2,03%
FXI	Китай	5,64%	11,78%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (10.05.2024 – 16.05.2024)



Самое главное

Вот это поворот: в гонку за лидерство включилось ЖКХ

В конце этой недели Америка отмечает неофициальное начало лета: стране предстоят трехдневные выходные по случаю Дня поминовения. Однако и прошлую торговую пятидневку многие участники рынка провели как праздничную, ведь основные фондовые индексы подобно салютам взлетали на новые рекордные максимумы. В пятницу, 10 мая, промышленный Dow Jones впервые в истории превысил отметку 40 тыс. пунктов при поддержке финансового и индустриального секторов, а также отрасли здравоохранения, которые занимают более 55% в составе бенчмарка. Однако главным драйвером ралли стал сегмент коммунальных услуг. Доходность индустрии ЖКХ измеряется с помощью The Utilities Sector SPDR ETF (XLU), который обогнал другие 10 секторов, продемонстрировав рост более 16% с начала года. Мы уже говорили о перспективах этого сектора в январе, во время сезона отчетов, на примерах компаний Constellation Energy (CEG), NRG Energy (NRG) и Southern (SO). Бизнес каждой из них отличают сбалансированная долговая нагрузка, сильные позиции в индустрии, позволяющие повышение тарифов, а также привлекательная рыночная оценка. Однако на тот момент я и предположить не мог, что посредством инвестиций в ЖКХ можно сделать ставку на развитие искусственного интеллекта. Нынешний наш тезис основывается на том, что дата-центры, которые нужны для развития языковых моделей, потребляют большое количество электроэнергии. Топ-менеджеры NextEra на конференс-колле с аналитиками отметили, что спрос со стороны дата-центров будет стабильно расти на 15% ежегодно до 2030-го, а таких темпов индустрия не помнит с 1960–1970 годов, когда

домохозяйства активно оборудовали кондиционерами. Если учесть этот тезис, то вовсе не странно, что упомянутые Constellation Energy (CEG), NRG Energy (NRG) и Southern (SO) показали рост с начала года на 90%, 62% и 16% соответственно, удивительно лишь то, что NVIDIA (NVDA) имеет сопоставимую доходность — 93%. Безусловно, инвестор задастся вопросом, а не реализован ли весь потенциал роста, заложенный разбираемым тезисом, ведь рынок ЖКХ уже показал поистине феноменальную доходность. Я уверен, что речь об этом не идет, поскольку коммунальная индустрия имеет несколько сильных фундаментальных позитивных драйверов. Помимо усиления спроса на электроэнергию со стороны дата-центров, высокую потребность в ней демонстрируют и производственные площадки — на фоне переноса фабрик на территорию США по причине деглобализации и необходимости обеспечивать безопасность технологических цепочек, а кроме того, ввиду появления новых заводов по выпуску полупроводников. В результате на горизонте ближайших пяти лет коммунальный сектор ожидают давно забытые темпы роста. Более того, всю предыдущую пятилетку XLU оставался в аутсайдерах рынка, оставляя за собой только сектор недвижимости. С точки зрения стоимости это один из самых дешевых активов на рынке с учетом упомянутого потенциала. Наконец, индустрия ЖКХ замыкает тройку лидеров по дивидендной доходности, составляющей около 3% годовых (первые два места за недвижимостью и нефтегазовой отраслью). С такими характеристиками всеми забытый сектор коммунальных услуг становится идеальным активом для долгосрочного инвестора на горизонте пяти-семи лет.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Актуальные тренды

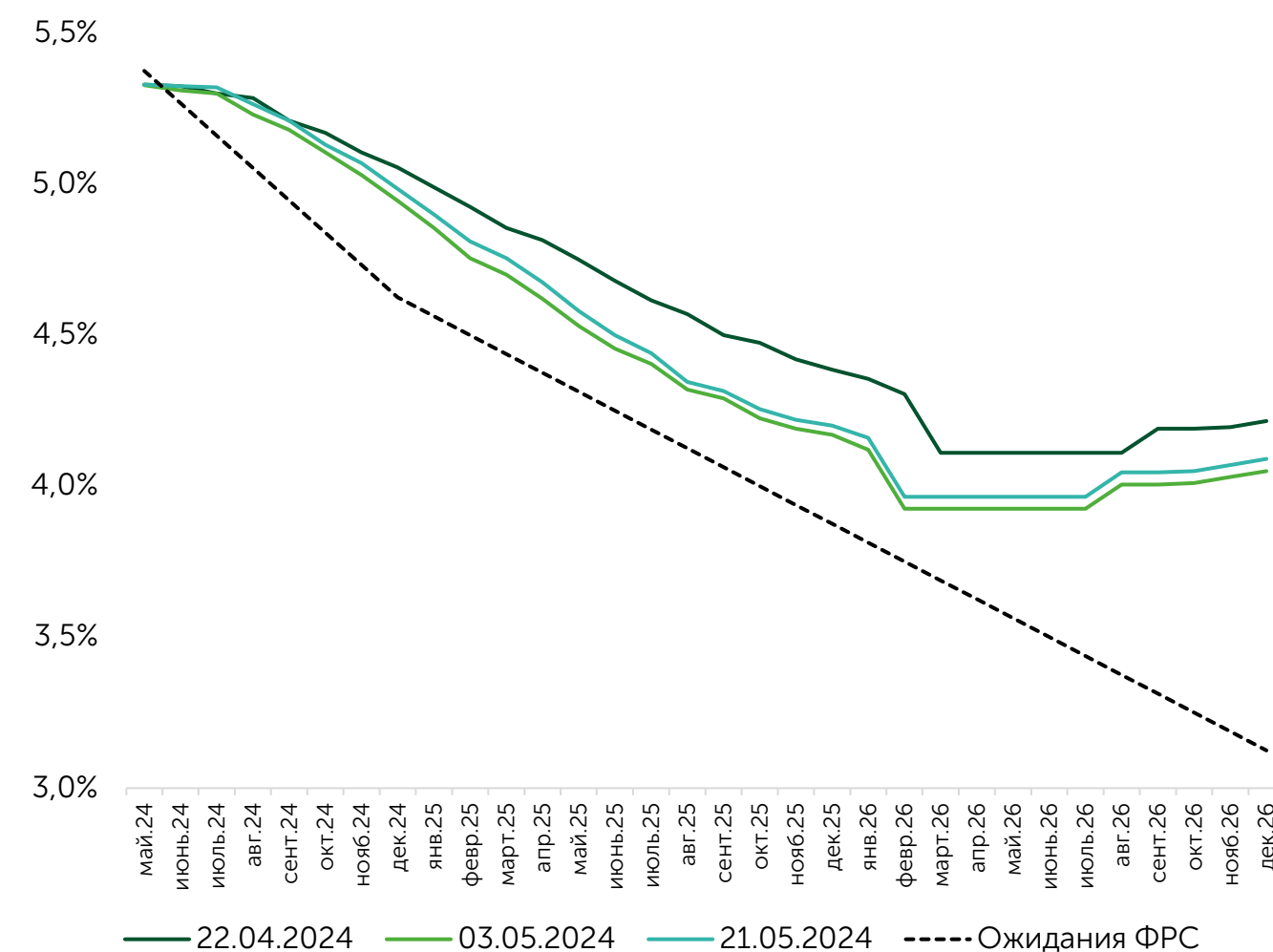
Обзор на 21 мая

Глобальная картина

С 6 по 20 мая S&P 500 продолжил восходящую динамику и поднялся на 2,5%, Dow Jones Industrial Average и NASDAQ 100 выросли на 2,5% и 3,2% соответственно. В течение первой декады мая инвесторы продолжили выкупать просадку. Этому способствовали как статистика рынка труда за апрель, которая указала на его дальнейшее охлаждение, так и комментарии руководства ФРС. Глава ФРБ Ричмонда Томас Баркин высказал мнение, что текущий уровень процентных ставок является достаточным для достижения инфляцией целевого уровня. С коллегой согласился и председатель ФРБ Нью-Йорка Джон Уильямс, который также указывал на вероятное смягчение ДКП. Возглавляющие ФРБ Миннеаполиса и Чикаго Нил Кашкари и Остан Гулсби сохраняли осторожный прогноз инфляции, считая необходимым занимать выжидательную позицию. Все эти заявления убедили биржевых игроков в том, что вероятность дополнительного ужесточения монетарных условий остается небольшой. Небольшой и Федрезерв по-прежнему ориентирован на снижение ставки в обозримом будущем. В то же время из представленного ниже графика видно, что большинство участников рынка считает наиболее вероятным сохранение ставок повышенными в течение более длительного периода времени, чем изначально предполагалось.



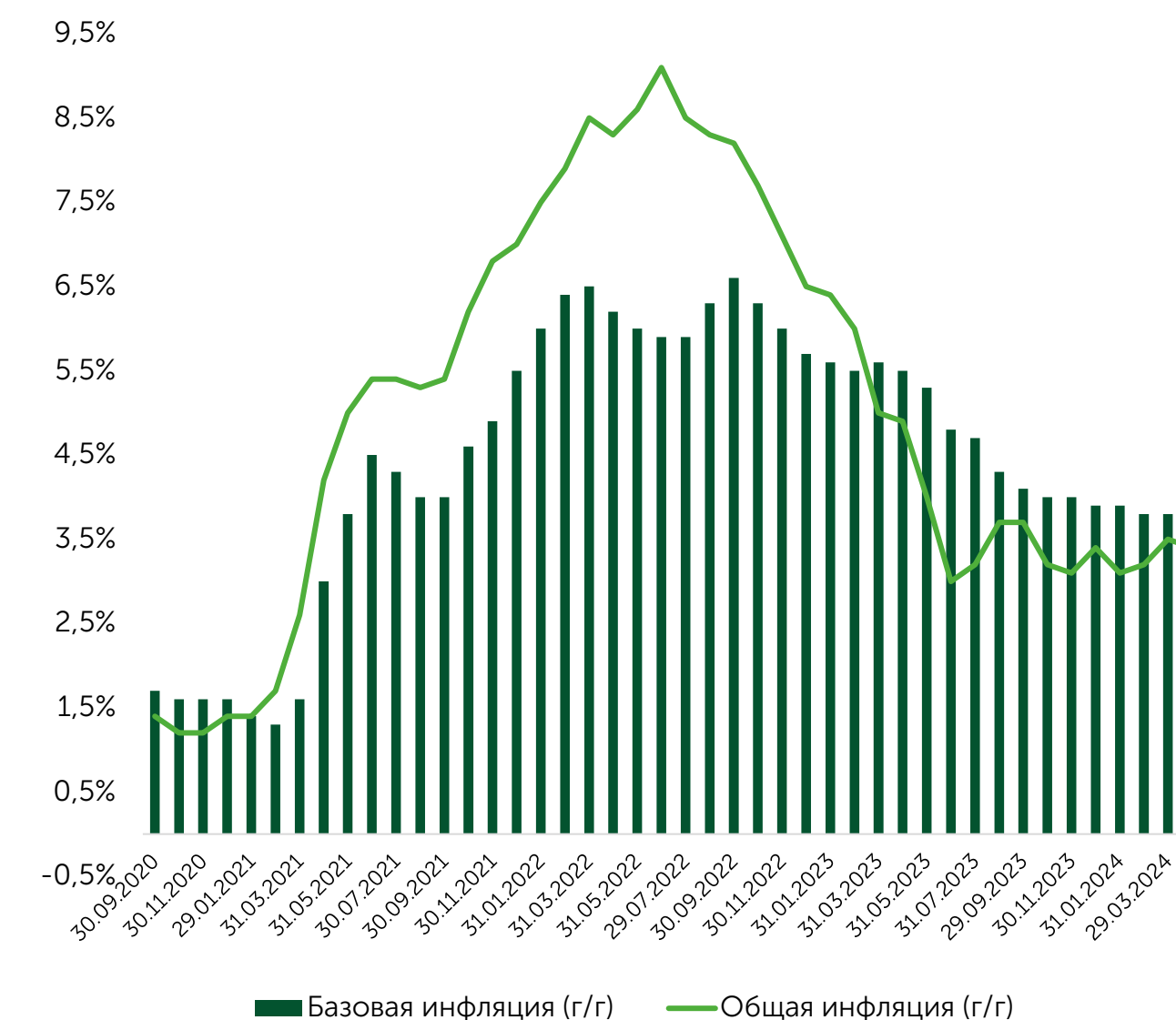
Динамика прогнозов ставки ФРС (по данным CME Group)



Источник: FactSet

Обновлению исторических максимумов индексом широкого рынка способствовали и данные инфляции за апрель. Рост общего и базового индексов потребительских цен совпал с консенсусом и составил 3,4% и 3,6% г/г. Для рынка было важно снижение обоих показателей в сопоставлении месяц к месяцу на 0,1% и 0,2%, а также продолжение нисходящего тренда базовым индикатором (от уровня декабря 2023-го он опустился на 0,3 п.п.). Апрельская статистика сигнализирует о достаточной устойчивости дезинфляционных процессов. На этом фоне неопределенность относительно корректировок ДКП в США существенно снизилась.

Динамика инфляции (CPI)



Источник: FactSet

Квартальный отчет Walmart (WMT) зафиксировал повышение EPS на 22%, превысив консенсус на 14%. Котировки ретейлера отреагировали на это ростом на 7%. Руководство компании отметило улучшение в сегменте продаж основных товаров. Home Depot (HD) представила неоднозначные результаты, но менеджмент заявил о сохранении нормальной активности покупателей сети. Комментарии руководства крупных розничных сетей сигнализируют о стабилизации потребительского спроса на циклические товары. Несмотря на зафиксированное в квартальном релизе повышение маржинальности, инвесторы остались недовольны динамикой выручки Walt



Актуальные тренды

Обзор на 21 мая

Disney Company (DIS), а также слабыми результатами кабельного и лицензионного бизнеса, что привело к обвалу котировок медиагиганта на 9,5%.

Фокус рынка

С 24 мая по 3 июня на настроения участников рынка будут оказывать влияние уточненная оценка динамики ВВП за второй квартал, данные Бежевой книги ФРС, статистика заказов на товары длительного пользования за апрель. Все эти релизы позволят уточнить прогнозы в отношении экономической активности в США. Сильные макроэкономические индикаторы будут означать продолжение реализации «сценария Златовласки», сочетающего рост экономики с замедлением инфляции. В то же время CPI последние три месяца опережал консенсус, и его апрельская статистика была воспринята на рынке с некоторым скепсисом, поэтому особую важность приобретают данные PCE и PMI, а также инфляционных ожиданий. Традиционно динамика ценового индекса PCE менее значима по сравнению с CPI (с учетом временного лага). При замедлении роста PCE ниже 2,8% могут активизироваться «быки». Инфляционным ожиданиям американцев особое внимание уделяет ФРС. Мы не видим предпосылок для повышения ожиданий по инфляции (консенсус по показателю на горизонте одного года и пяти лет: 3,5% и 3,1% г/г соответственно).

Сезон отчетов оказывает все меньше влияния на биржевую динамику, но среди значимых публикаций ближайших недель выделим релизы Salesforce (CRM), HP (HPQ), Costco (COST), Marvell (MRVL), Lululemon Athletica (LULU), Dollar General (DG).

Акции малой капитализации

С 6 по 20 мая индексы Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) выросли на 3,29% и 2,60% соответственно. Ключевое влияние на динамику этих индексов оказали отчет по рынку труда за апрель, упомянутые выше комментарии руководства ФРС, а также статистика потребительской инфляции, которая продолжит определять рыночный сентимент и движение

котировок компаний малой и микрокапитализации. Для этих эмитентов жесткие монетарные условия представляют собой наиболее значимый риск. В ближайшие две недели ждем снижения волатильности от девятимесячного максимума 18,05 пункта, достигнутого 20 мая. Уменьшению турбулентности будет способствовать отсутствие важных для этого сегмента рынка макро релизов и завершение сезона отчетов.



Ожидаем

Ориентир для S&P 500 — диапазон 5120–5400 пунктов

Техническая картина

Устойчивость локального восходящего тренда в S&P 500, начавшего формироваться в конце апреля, подтвердилась. Индексу удалось обновить исторический максимум и закрепиться выше 5250 пунктов, что стало сильным среднесрочным «бычьим» сигналом. В краткосрочной перспективе картина смешанная. С одной стороны, RSI находится около уровней перекупленности, а торговые объемы последних сессий были ниже средних значений. С другой стороны, индикаторы ширины рынка не указывают на состояние перегрева, что позволяет ожидать дальнейшего роста S&P 500 в ближайшие недели.



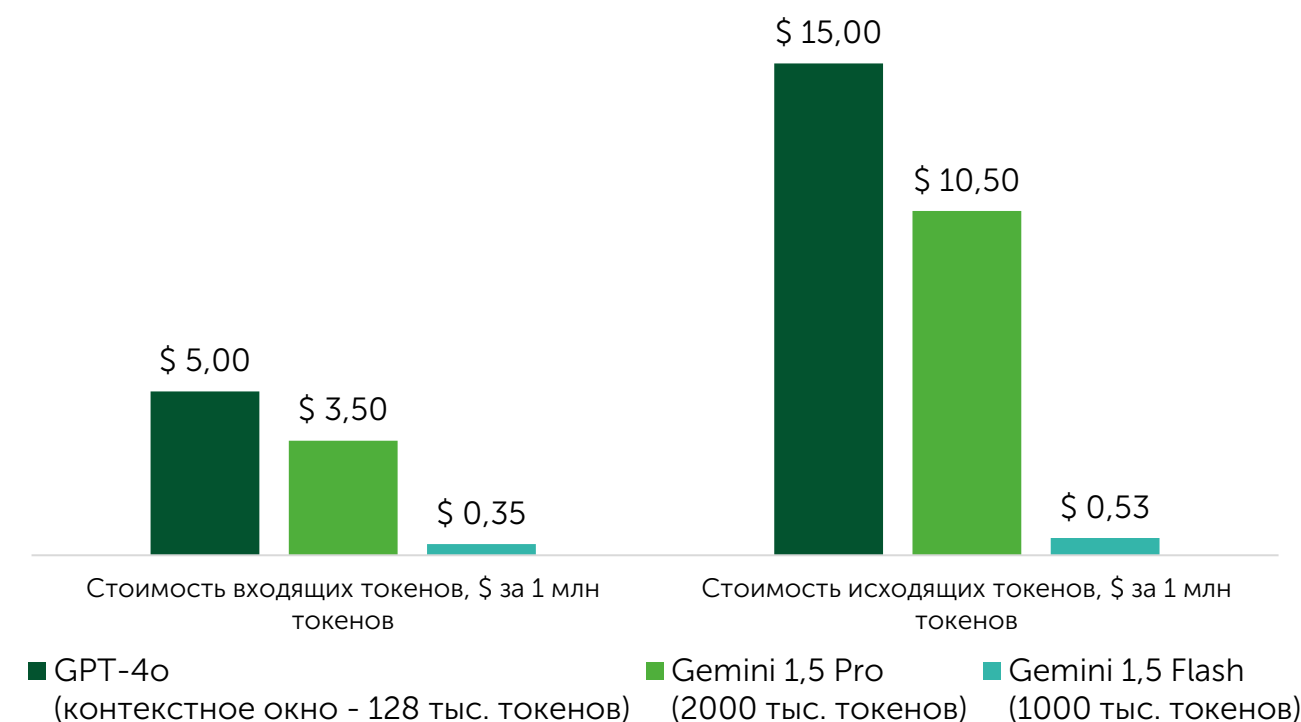
Alphabet

Alphabet (GOOGL) провела свою ежегодную конференцию для разработчиков Google I/O, на которой среди прочего представила свою новую большую языковую Gemini 1,5 Pro и ее облегченную версию Gemini 1,5 Flash. Презентация состоялась на следующий день, после того как OpenAI анонсировала новинку — GPT-4o с фокусом на мультимодальности и скорости взаимодействия. Качество ответов большой языковой модели Gemini 1,5 Pro заметно улучшилось, при этом размер контекстного окна (объема доступной для ввода пользователем информации) удвоился. В то же время Gemini 1,5 Pro и тем более Gemini 1,5 Flash заметно уступают модели от OpenAI по функционалу и интеллектуальным возможностям.

Очевидные минусы семейства Gemini по сравнению GPT Alphabet компенсирует за счет ценовых условий. Gemini 1,5 Flash более чем в 14 раз дешевле в расчете на входящий токен и в 28 раз дешевле в расчете на исходящий. Также Alphabet показала новый серверный ИИ-чип TPU v5p Trillium, который обеспечит прибавку вычислительной производительности в 1,7 раза по сравнению с TPU v4. Напомним, что Alphabet не продает свои чипы, а только сдает в аренду сервера на их основе.

Рынок позитивно отреагировал на презентацию компании: по итогам торгов 14 мая котировки GOOGL выросли на 0,71%, а на следующий день поднялись еще на 1,27%.

Ценовые условия использования новейших моделей ИИ от Google и OpenAI



Источник: FactSet

Walmart

Walmart (WMT) отчиталась за первый квартал 2025 финансового года выручкой и скорректированной прибылью выше консенсуса (седьмой раз подряд) и собственного прогноза.

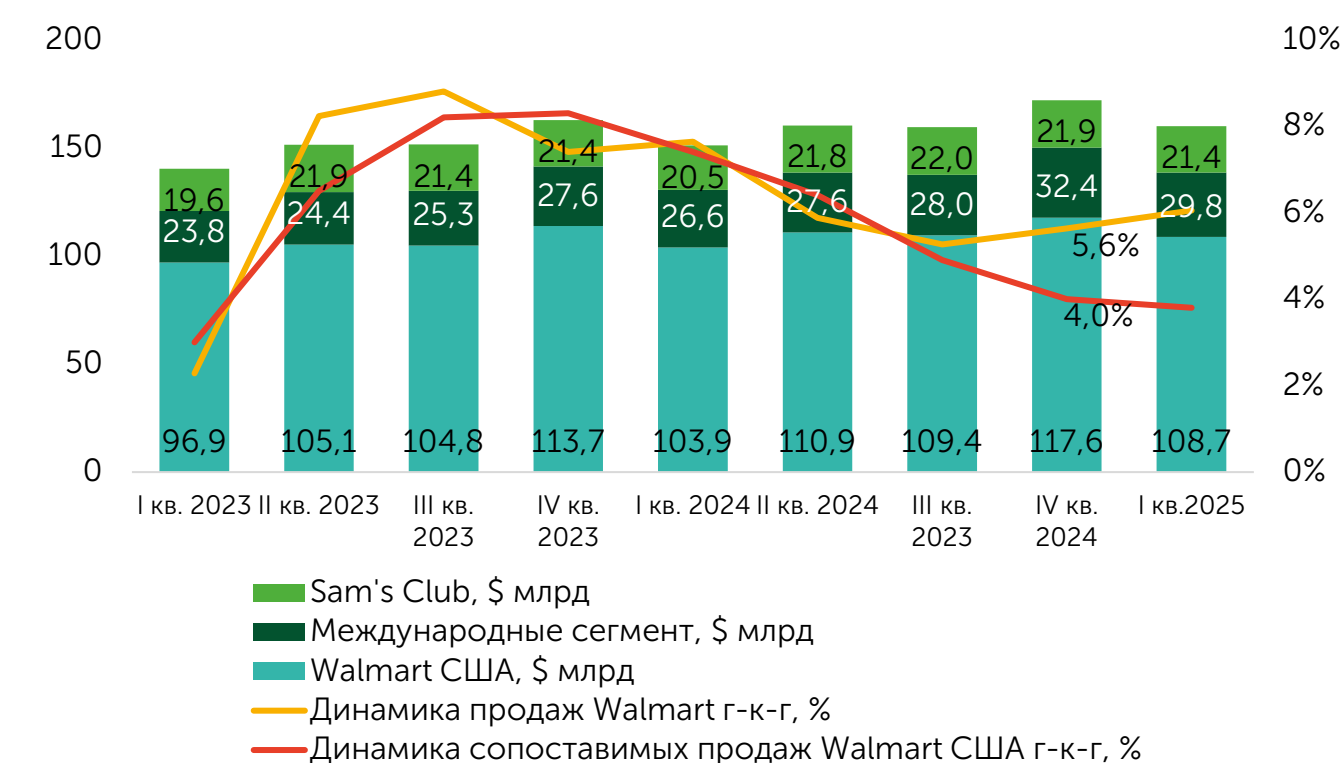
Выручка за отчетный период увеличилась на 6% г/г, до \$161,5 млрд, скорректированная EPS выросла на 22%, до \$0,6 (консенсус: \$0,53).

Основным драйвером роста выручки стал сегмент интернет-коммерции. Онлайн-продажи в США увеличились на 22% г/г, а за их пределами — на 19% г/г. Количество продавцов на маркетплейсе повысилось на 36% г/г.

Собственный прогноз ретейлера на второй квартал 2025 финансового года предполагает рост консолидированных чистых продаж на 3,5–4,5% при скорректированной прибыли на акцию в пределах \$0,62–0,65. Walmart

улучшил гайденс на весь год, в соответствии с которым повышение чистых продаж и скорректированная прибыль на акцию приблизятся к верхней границе предыдущего диапазона 3–4% и \$2,23–2,37 (после дробления акций) соответственно или превысят эти отметки. Напомним, что в 2024 ФГ чистые продажи сети увеличились на 5,7%.

Walmart



Источник: FactSet

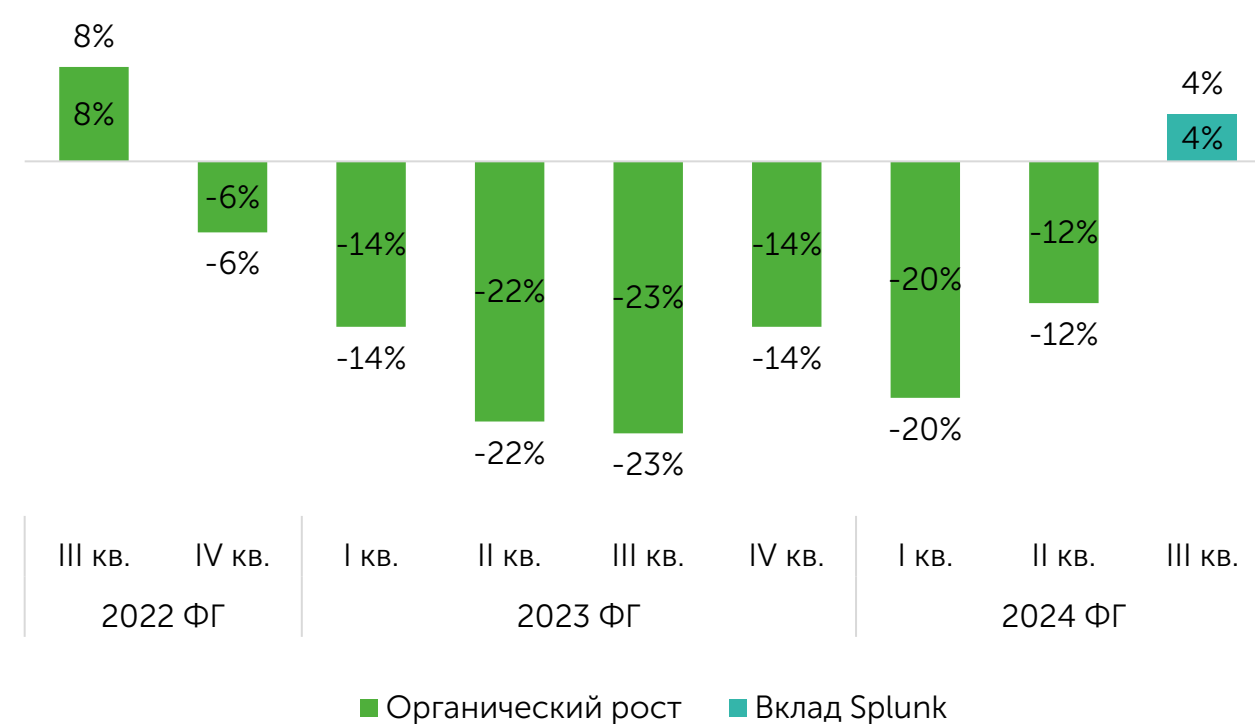
Cisco Systems (CSCO) 15 мая представила сильные результаты за третий квартал 2024 финансового года (ФГ) и дала позитивный гайденс на весь этот период. Динамика новых заказов стала положительной, спрос на большинство продуктов Cisco усиливается. Первичные ориентиры в отношении перспектив на 2025 ФГ, комментарии по поводу расширения Splunk за счет клиентской базы Cisco и планы по развитию в сегменте ИИ вселяют в инвестсообщество оптимизм. В то же



В поле зрения наших аналитиков

время риски для реализации глобальной стратегии Cisco сохраняются, но мы теперь более уверены в ее успехе. Несмотря на успешные квартальные результаты, улучшение финансовых прогнозов и повышение рекомендаций брокеров, котировки CSCO на торгах 16 мая упали на 2,7%, поскольку инвесторы были разочарованы показателями сетевого бизнеса. Рекомендация по акции CSCO — «покупать», таргет повышен с \$50 до \$58.

Рост объема заказов продуктового сегмента, \$ г/г



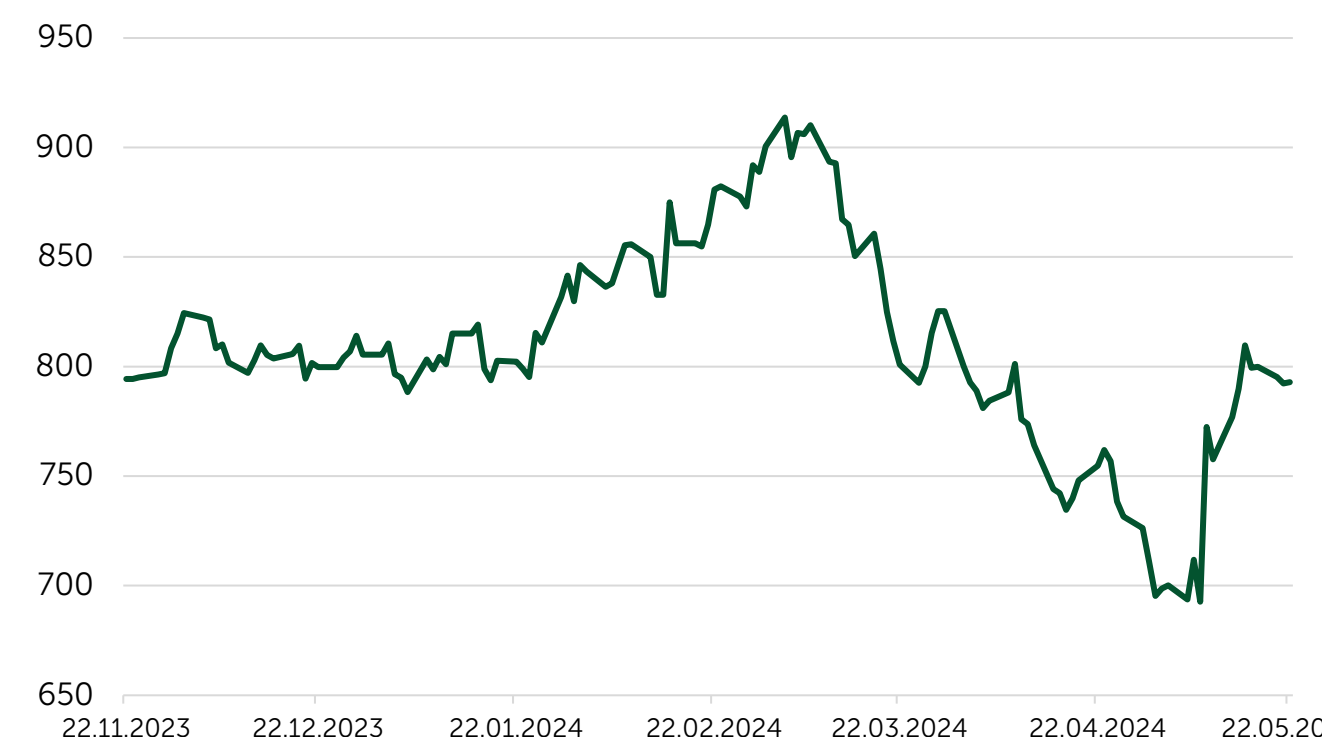
Источник: FactSet



Equinix (EQIX-US) — REIT, ориентированный на недвижимость для центров обработки данных, представил смешанные финансовые результаты за январь-март 2024-го. Выручка эмитента выросла на 6,4% г/г, а EPS упала на 12,3% г/г, недотянув до консенсуса 0,5% и 8,3% соответственно. При этом ключевой для сегмента REIT показатель AFFO оказался выше ожиданий на 3,2%, а в поквар-

тальном сопоставлении повысился на 21%. Инвесторы положительно отреагировали на более высокие, чем прогнозировалось, EBITDA и рентабельность по этому показателю. Прогнозы менеджмента оказались немного консервативнее общерыночных ориентиров. Гайденс по выручке на весь год предполагает увеличение на 6,5% г/г (консенсус: 7,8%) при AFFO в диапазоне \$34,45–35,29 (консенсус: \$34,9). Участники рынка опасались, что давление на ключевые результаты Equinix будет сильнее, что вкупе с увеличением числа закрытых сделок на 22,5% кв/кв и более уверенным, чем ожидалось, ростом AFFO поддержало позитивный взгляд на компанию.

Динамика акций Equinix



Источник: FactSet



Constellation Energy (CEG), крупнейший поставщик атомной энергии в США, 9 мая представила неоднозначные результаты за первый квартал. Несмотря на это,

котировки компании обновили исторический максимум. Выручка Constellation Energy сократилась с \$7,57 млрд годом ранее до \$6,16 млрд, что оказалось на 6,9% ниже ожиданий рынка. При этом EPS выросла вшестеро, на 40% превзойдя консенсус, благодаря сокращению операционных расходов на 29% г/г на фоне снижения цен на топливо.

Прогноз EPS на весь год был подтвержден на уровне \$7,75 (консенсус: \$7,23–8,03). Среди положительных моментов отчетности выделим заявление о том, что компания рассматривает возможность строительства атомных электростанций следующего поколения, в том числе небольших модульных реакторов, для удовлетворения растущего спроса со стороны центров обработки данных. Управление энергетической информации США (EIA) прогнозирует рекордный уровень потребления электроэнергии в стране в текущем году, а инвесторы ожидают, что Constellation Energy окажется бенефициаром этого тренда.

Динамика акций Constellation Energy



Источник: FactSet



Обзор компаний малой капитализации



Mission Produce Inc (AVO) специализируется на выращивании, упаковке и дистрибуции авокадо, являясь одним из крупнейших поставщиков этой продукции в мире. Производственные мощности компании располагаются в Северной и Южной Америке, а также в Африке. В 2023 году компания завершила расширение своих логистических и упаковочных центров, что позволит значительно увеличить объемы производства и поставок. Прогнозы на текущий год закладывают рост выручки Mission Produce на 5,1%, до \$1,01 млрд, что будет достигнуто благодаря усиливающемуся спросу на авокадо и глобальному повышению цен на продукты питания вкпе с расширением международных рынков сбыта. Также аналитики ожидают, что компании удастся нарастить EPS на 52,6% г/г, до \$0,29. Консенсус FactSet по акции AVO: \$14,5.



PlayAGS Inc (AGS) — разработчик и поставщик электронных игровых автоматов, настольных игр и прочих интерактивных продуктов для казино, а также сервисов для социальных игр (SGS). Компания активно расширяет присутствие на рынке интерактивных игр и казино, что обеспечивает ей стабильный рост выручки. В 2023 году PlayAGS выпустила несколько новых игровых автоматов, которые оказались высоко востребованными как развлекательными центрами, так и на онлайн-площадках. Аналитики прогнозируют, что в 2024 году выручка компании вырастет на 5,2%, до \$375 млн, при EPS на отметке \$0,4 после околонулевых значений прошлых лет. Консенсус FactSet по акции AGS: \$13,4.



PetIQ Inc (PETQ) — разработчик, производитель и дистрибутор товаров и услуг для домашних животных. PetIQ предлагает широкий ассортимент продуктов, включая ветеринарные препараты, корм и аксессуары для питомцев. В прошлом году компании удалось расширить свою сеть клиник и мобильных ветеринарных сервисов, что позволило увеличить охват и количество активных клиентов и, как следствие, выручку. В первом квартале 2024 года компания продала свое зарубежное подразделение Mark & Chappell за \$4 млн, рассчитывая получить дополнительные роялти от лицензионных торговых марок и интеллектуальной собственности. Консенсус предполагает повышение выручки компании к концу 2024 года на 5,2%, до \$1,16 млрд, при увеличении EPS на 15,8% г/г, до \$1,44. Консенсус FactSet по акции PETQ: \$29.



Northwest Pipe Company (NWPX) занимается проектированием, производством и продажей стальных труб для муниципальных и коммерческих проектов в сфере энерго- и водоснабжения. В 2023 году Northwest Pipe Company выиграла несколько крупных контрактов на поставку своей продукции для инфраструктурных проектов в США. В их числе расширение водопроводных сетей в штате Аризона, улучшение инфраструктуры водоотведения в Техасе, а также модернизация водопроводной системы в Калифорнии. На этом фоне эмитенту удалось существенно нарастить выручку и прибыль на акцию. В консенсус на 2024 год закладывается повышение выручки на 5,3%, до \$468 млн, при увеличении EPS более чем на 20% г/г, до \$2,52. Консенсус FactSet по акции NWPX: \$42.



Инвестиционная идея

Contango ORE. За золотом не заржавеет

Рекомендуем акции CTGO для покупки с целевой ценой \$29

Contango ORE (CTGO) — молодая компания, специализирующаяся на поиске и разработке месторождений золота. Бизнес находится на завершающей стадии подготовки к началу добычи на проекте Peak Gold JV, в котором Contango принадлежит 30%, в партнерстве с Kinross. На третий квартал намечен старт коммерческого производства, в результате чего компания может начать генерировать положительный денежный поток. Дополнительным драйвером роста котировок Contango ORE служит ралли в ценах реализации золота. Компания торгуется с привлекательным мультипликатором 1,3x EV/Sales FY1 по сравнению со средним значением в отрасли на уровне 2,7x, что свидетельствует о дисконтировании рынком перспектив запуска проекта Manh Choh.

Причины для покупки:

Соглашение о покупке 100% HighGold по схеме «акции за акции» за \$37 млн. В результате сделки Contango ORE получит в свое распоряжение третье высококачественное месторождение и утроит текущие ресурсы (+1161 унция). Значительное расширение ресурсной базы стало для нас основанием повысить оценку справедливой стоимости эмитента с учетом большого потенциала роста добычи на приобретенных месторождениях. Мультипликатор EV/Resources после пересмотра составляет 0,2x (по сравнению с 2x до приобретения HighGold), то есть он почти вдвое ниже среднего по отрасли значения.

Завершающая стадия подготовки к началу производства золота. По словам гендиректора Contango ORE Рика Ван Новенхьюза, первая унция будет произведена на руднике Manh Choh в июле текущего года. Создание инфраструктуры практически завершено, горные работы ведутся, руда складировается для переработки на Fort Knox, куда компания поставляет ежедневно 50 тонн сырья с ноября 2023-го. Цель — накопить запасы около 250 тыс. тонн для последующей переработки. План предусматривает ежеквартальное производство около 75 тыс. унций золота, из которых Contango

ORE будет принадлежать 30%. До полной выработки этого рудника у компании есть четыре года. Доходы от добытого на нем золота она может направить либо на выплату щедрых дивидендов, либо на разработку новых месторождений.

Использование дохода от Manh Choh для финансирования геологоразведочных работ. Поступающие от крупнейшего месторождения компании доходы она планирует направлять на разработку участков Eagle-Hona, Triple Z и Shamrock с целью реализовать долгосрочную стратегию роста. В первоначальных отчетах CTGO по проекту Lucky Shot указаны ресурсы в размере 100 тыс. унций руды с содержанием золота 15,6 грамма в тонне горной породы. План руководства Contango ORE предусматривает дальнейшее бурение рудных пластов вниз по склону с завершением подземного бурения на Lucky Shot с плотностью, достаточной для определения дополнительных запасов со средним содержанием золота в породе 40 граммов на тонну. Однако мы применяем консервативные подходы к оценке и ожидаем технико-экономического обоснования, которое менеджмент обещал опубликовать в течение 2024–2025 годов.

Усиление спроса на золото как защитный актив в условиях высокой инфляции и геополитической неопределенности.

Цены на золото показывают одну из лучших доходностей по сравнению со всеми остальными классами активов в 2024 году. Драйверами роста для котировок драгметалла выступают вооруженный конфликт на Ближнем Востоке, а также опасения насчет нового скачка инфляции, усилившиеся в начале текущего года. При этом риски коррекции в ценах на золото не выглядят существенными для рентабельности производства Contango ORE. Все затраты на поддержание производства (AISC) составляют \$1116 за унцию. Таким образом, даже если золото подешевеет на 20% от текущих уровней, вернувшись на отметку \$2000, рентабельность бизнеса компании по EBITDA будет оставаться выше 43%.

Целевая цена по акции CTGO — \$29, рекомендация — «покупать», стоп-лосс советуем установить на уровне \$16,2.

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



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

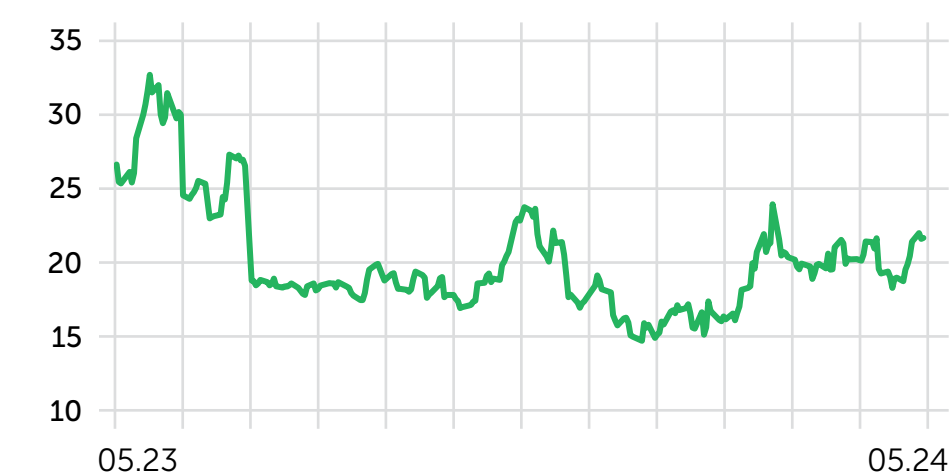
ffin.global



Тикер	CTGO
Цена акций на момент анализа	\$21,93
Целевая цена акций	\$29
Потенциал роста	32,24%
Текущая дивидендная доходность	0%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
CTGO	2,8%	17,5%	8,9%	37,0%	(21,9%)
S&P 500	0,1%	1,7%	6,9%	6,7%	26,6%
Russell 2000	0,3%	2,0%	8,0%	4,9%	18,5%
DJ Industrial Average	(0,5%)	1,0%	4,8%	3,2%	19,1%
NASDAQ Composite Index	0,7%	2,5%	9,9%	7,4%	32,7%

Динамика котировок CTGO, \$



Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	0	0	0	71	198	125	136	8	0
Основные расходы	0	0	0	18	49	31	34	2	0
Валовая прибыль	0	0	0	53	148	94	102	6	0
SG&A	19	18	6	4	10	6	7	0	0
EBITDA	-19	-18	-6	43	119	74	80	3	0
Амортизация и проч.	0	0	0	0	0	-1	-2	-3	0
EBIT	-20	-18	-6	43	119	75	82	6	0
Процентные и прочие доходы	0	5	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-24	-82	-9	43	119	75	82	6	0
Налоги	0	0	0	9	25	16	17	1	0
Чистая прибыль	-24	-82	-9	34	94	59	65	4	0
Dilluted EPS	\$-3,49	\$-4,44	\$-1,43	\$5,22	\$14,52	\$9,18	\$10,00	\$0,69	\$-
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Анализ коэффициентов	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	127%	200%	116%	38%	29%	2%	0%
ROA	-30%	110%	161%	103%	115%	8%	0%
ROCE	-23%	139%	408%	130%	146%	10%	0%
Выручка/Активы (x)	0,00x	1,21x	3,37x	2,14x	2,38x	0,15x	0,00x
Коэф. покрытия процентов (x)	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	N/A	N/A	N/A	75%	75%	75%	75%	75%	N/A
Маржа по EBITDA	N/A	N/A	N/A	60%	60%	59%	59%	36%	N/A
Маржа по чистой прибыли	N/A	N/A	N/A	47%	48%	47%	48%	55%	N/A

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



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
CTGO	Contango ORE, Inc.	Горная промышленность	211	2024-05-21	21,9	29	2025-05-21	32%	16,2	Покупать
ERJ	Embraer S.A. Sponsored ADR	Аэрокосмическая и оборонная промыш.	5 653	2024-05-07	30,5	31,7	2025-05-07	4%	22	Держать
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	45 841	2024-04-24	250,6	290	2025-04-24	16%	240	Покупать
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	39 509	2024-04-08	327,1	400	2025-04-08	22%	322,5	Покупать
PDD	PDD Holdings	Интернет и прямая розничная торговля	203 830	2024-03-26	146,8	170	2025-03-26	16%	85	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	655 292	2024-03-12	1414,0	1550	2025-03-12	10%	1100	Держать
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	14 630	2024-02-13	77,1	115,0	2025-02-12	-	79	Стоп-лосс
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	88 549	2024-02-13	151,3	159	2025-02-12	-	139	Фиксировать позицию
SPG	Simon Property Group, Inc.	Инвестиционные трасты недвижимости	47 707	2024-01-26	146,4	160,0	2025-01-25	9%	135	Держать
HAL	Halliburton Company	Нефтегаз	33 606	2024-01-16	38,0	43,0	2025-01-15	13%	32,4	Покупать
GM	General Motors Company	Автомобилестроение	51 469	2024-01-30	45,1	45,0	2025-01-29	-	35,7	Фиксировать позицию
CROX	Crocs, Inc.	Одежда и предметы роскоши	8 457	2023-10-27	139,3	131,0	2024-10-26	-	100	Фиксировать позицию
SBUX	Starbucks Corporation	Гостиницы, рестораны и досуг	87 830	2024-02-06	77,5	114,0	2025-02-05	-	89	Стоп-лосс
KHC	Kraft Heinz Company	Продукты питания	43 448	2023-09-29	35,8	44,0	2024-09-28	23%	34	Покупать
FTNT	Fortinet, Inc.	Программное обеспечение	47 624	2023-09-15	62,3	75,0	2024-09-14	-	65	Стоп-лосс
BIDU	Baidu Inc Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	32 748	2023-08-18	108,9	180,0	2024-08-17	65%	87,5	Покупать
BIIB	Biogen Inc.	Биотехнологии	33 717	2023-11-09	231,6	300,0	2024-11-08	-	195	Стоп-лосс
AAL	American Airlines Group Inc.	Авиалинии	9 526	2024-01-30	14,5	20,0	2025-01-29	38%	10,7	Покупать

Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

Опционная идея

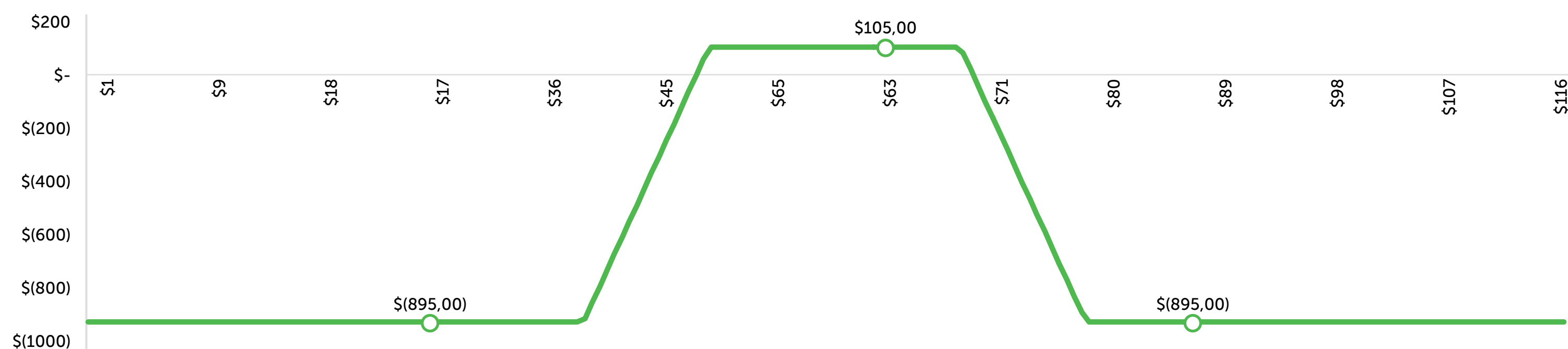
SHORT IRON CONDOR ON SHOP



Инвестиционный тезис

Shopify (SHOP) — канадская транснациональная компания, специализирующаяся на электронной коммерции на одноименной платформе для интернет-магазинов и розничных торговых систем. Shopify предлагает онлайн-магазинам набор услуг, включая платежи, маркетинг, доставку и инструменты привлечения клиентов. После публикации отчетности за первый квартал текущего года акции компании потеряли четверть стоимости. Хотя выручка Shopify увеличилась на 23% г/г, достигнув \$1,9 млрд, прибыль вызвала у инвесторов разочарование. Расходы, связанные с продажей логистического бизнеса, оказались выше, чем предполагалось, и привели к убыткам по GAAP в размере \$281 млн по сравнению с \$77 млн прибыли в аналогичном квартале прошлого года. Но больше всего инвесторов огорчили прогнозы на второй квартал. Несмотря на не самые позитивные новости для держателей акций Shopify, компания сохраняет лидирующую позицию на рынке электронной коммерции США с долей 29% и четвертое место в мире с долей 10%. Проблемы с логистическим бизнесом уже в прошлом, а сильная макростатистика, выходящая в США, будет способствовать ускорению роста выручки компании в третьем-четвертом кварталах. Мы рассчитываем, что акции SHOP к 19 июля не выйдут из диапазона \$50–70.

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	
SHOP	Покупать	PUT \$80	19.07.2024	0,275	\$105,00	0,062	0,011	0,035	-0,012	45,41%	74,24%	48,97%	49,56%	52,66%	
	Продавать	PUT \$70	19.07.2024	0,850		0,176	0,027	0,067	-0,022						40,02%
	Покупать	PUT \$140	19.07.2024	0,055		-0,013	0,003	0,007	-0,003						46,22%
	Продавать	PUT \$50	19.07.2024	0,530		-0,113	0,022	0,050	-0,013						37,55%

Параметры сделки

Продажа	Short Iron Condor on SHOP
Страйки	Long Call \$80; Short Call \$70; Long Put \$40; Short Put \$50
Покупка	+SHOP^E7J80;+SHOP*E7J40
Продажа	+SHOP^E7J70;+SHOP*E7J50
Дата экспирации	19.07.2024
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$105
Максимальный убыток	\$(895)
Ожидаемая прибыль	11%
Точка безубыточности	\$48,95; \$71,05

Управление позицией

Если в день экспирации, 19 июля, цена базового актива окажется между стоимостью проданных опционов call и put, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$100. При цене базового актива в диапазоне \$40–50 или \$70–80 убыток будет варьироваться. При этом необходимо продать/купить эквивалентное количество лотов (100 акций) SHOP для закрытия позиции в момент экспирации. Если же цена базового актива окажется выше, чем стоимость купленного опциона call или ниже купленного опциона put, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$900. В позицию необходимо заходить до 14 июня включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

IPO Novelis Inc.

Гуру индустрии алюминия

13 мая заявку на IPO подал производитель алюминия Novelis, принадлежащий индийской Hindalco. Среди андеррайтеров размещения — Morgan Stanley, BofA Securities, Citigroup

Чем интересна компания?

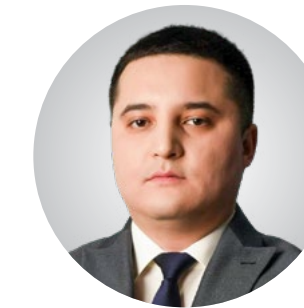
- **О компании.** Novelis была основана в 2004 году. В 2007-м компанию приобрела Hindalco. На сегодняшний день Novelis является мировым лидером по переработке алюминия, производит продукцию из низкоуглеродистого металла для пищевой упаковки, а также для автомобильной, аэрокосмической и других отраслей промышленности по всему миру. Novelis создала интегрированную сеть из 32 предприятий, в том числе 14 центров переработки, в Северной и Южной Америке, Европе и Азии. В 2024 финансовом году общий объем поставок плоского проката составил 3673 тыс. тонн. По неофициальным данным, в рамках размещения компания может

привлечь до \$1,3 млрд.

- **Потенциальный рынок.** По данным Market Research Future, мировой рынок алюминиевого плоского проката в 2023 году оценивался в \$39,47 млрд. Его объем в 2024-м прогнозируется на уровне \$42,34 млрд с расширением до \$69,15 млрд к 2032 году.
- **Финансовые показатели.** В 2022-м выручка Novelis выросла на 8%, в 2023-м из-за снижения цен на алюминий и сокращения поставок на 4% показатель упал на 12%. EBIT-маржа с 8% в 2021 году снизилась до 4% в 2022-м, а в 2023 году повысилась до 5%.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global

Обзор перед IPO

Novelis



Эмитент	Novelis Inc
Тикер	NVL
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	Morgan Stanley, BofA Securities, Citigroup, Wells Fargo Securities, Deutsche Bank Securities, BMO Capital.

Рынок Казахстана

KASE идет на рекорд

Публикации сильных квартальных отчетов будут способствовать достижению бенчмарком новых максимумов

За прошедшие две недели KASE вырос на 0,9%, что мы считаем весьма неплохим результатом, так как ожидали, что на фоне фиксации реестров акционеров на получение дивидендов у Казахтелекома и Народного банка разовьется глубокая коррекция. Однако она не продлилась долго, а котировки бенчмарка не ушли ниже отметки 4900 пунктов. В результате возобновившегося роста KASE снова стоит на пороге обновления исторических максимумов. По нашим наблюдениям, на локальной бирже развиваются две интересные тенденции. Во-первых, похоже, что негативное влияние дивидендных отсечек, как и в прошлом году, не вызовет резкой отрицательной реакции на рынке. Во-вторых, позитивный эффект от сильной корпоративной отчетности за первый квартал, по крайней мере для акций Народного банка, оказался выше обычного. В лидеры роста последних двух недель вышел Казатомпром.

Бумаги эмитента, в особенности его ГДР, сумели воспользоваться сильной поддержкой на отметке \$37,8 и отскочить от нее. Цены на уран показали нейтральную динамику, несмотря на ралли сырьевых товаров (медь, золото, пшеница) на внешних рынках, поэтому мы полагаем, что одним из драйверов роста котировок Казатомпрома стала публикация производственного отчета в начале мая. Одним из аутсайдеров рынка стала Air Astana, которая росла после объявления программы обратного выкупа, но 50-дневная скользящая средняя сдержала дальнейшее движение ее котировок вверх.

На валютном рынке доллар достиг нашей цели 439 тенге и далее продвинулся до 444. Чистые продажи валюты из Нацфонда в мае должны составить \$300–350 млн, однако это также будет подкреплено закупками тенге экспортерами перед налоговым периодом.

Ожидания и стратегия

Ранее мы делали осторожные прогнозы в отношении динамики индекса KASE в дивидендный период, однако в последнее время наши ожидания стали более позитивными. Этому способствовал рост акций на фоне публикаций квартальной отчетности. Мы полагаем, что дивидендный сезон на этот раз обойдется без сильных потерь для рынка, как и в прошлом году. После фиксации реестров акционеров Кегос (24 мая), Казатомпрома (27 мая) и Казмунайгаза (ориентировочно, в июне) крупных дивидендных отсечек не будет, и мы предполагаем, что три указанных события для рынка не станут сильным негативным фактором. Что касается Казтрансойла, дивидендная доходность которого сейчас около 7,7%, а закрытие реестра на получение выплат приходится на июнь, то серьезного влияния на KASE прохождения отсечки не окажет, так как доля этих бумаг в индексе всего 2%. Акции Народного банка позитивно реагируют на публикацию квартального отчета. На наш взгляд, эта тенденция может развиваться и в других бумагах, если их эмитенты также представят сильные финансовые результаты. В этом случае у KASE появится возможность зафиксировать новые исторические максимумы.

Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	06.05.24	20.05.24	
Индекс KASE	5 062,09	5 108,23	0,9%
Казатомпром (GDR)	40,35	46,40	15,0%
Казатомпром (KASE)	18 242,25	20 230,67	10,9%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 597,98	1 700,00	6,4%
KEGOC (KASE)	1 498,01	1 526,00	1,9%
Казтрансойл (KASE)	842,00	851,95	1,2%
Халык Банк (GDR)	18,56	18,62	0,3%
Казмунайгаз (KASE)	13 027,86	13 000,00	-0,2%
Kaspi (KASE)	54 379,00	54 200,00	-0,3%
Казахтелеком (KASE)	34 050,00	33 932,63	-0,3%
Kcell (KASE)	3 061,99	3 048,47	-0,4%
Kaspi (ADS)	120,33	116,10	-3,5%
Air Astana (GDR)	8,75	8,39	-4,1%
Air Astana (KASE)	974,51	934,00	-4,2%
Халык Банк (KASE)	222,40	211,30	-5,0%

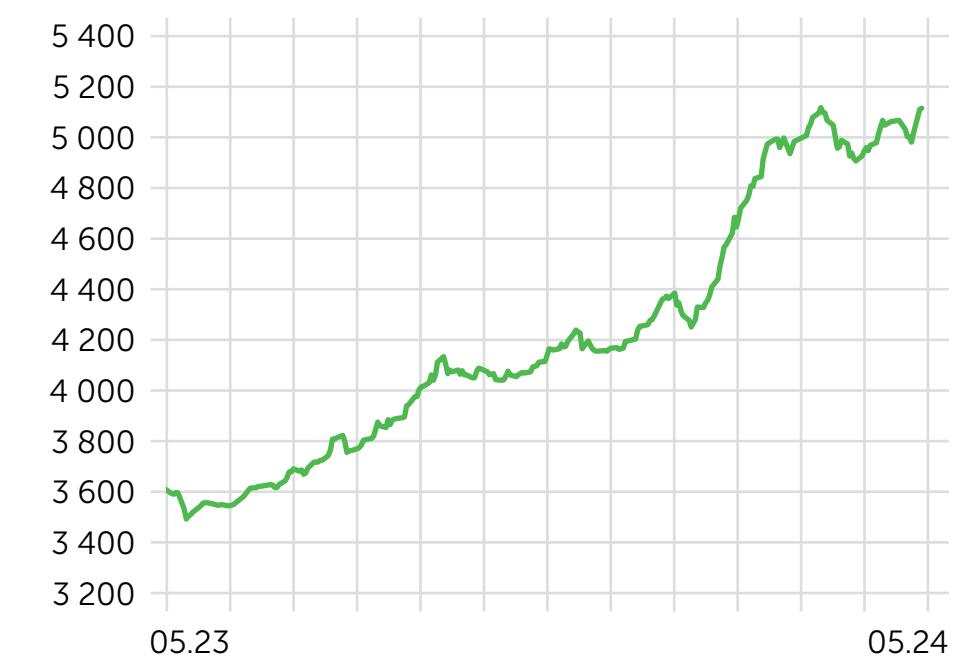
Рынок Казахстана

Важные новости

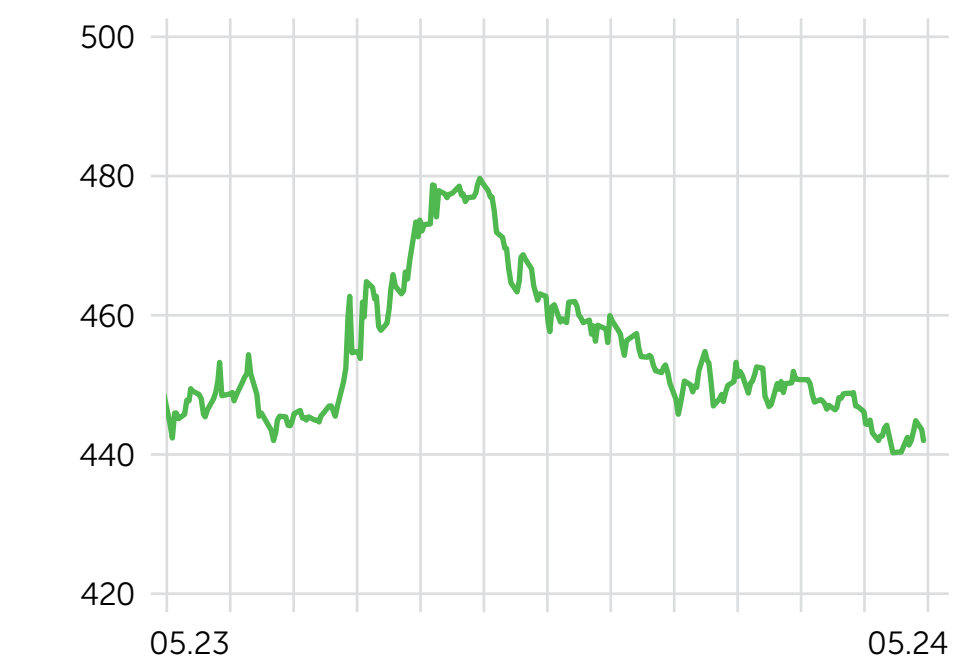
- **Акционеры Казахтелекома одобрили продажу Tele2 и Altel.** По итогам ГОСА Казахтелекома стало известно, что сделка по передаче ТОО «Мобайл Телеком-Сервис» катарской Power International Holding получила поддержку акционеров компании. Зампред Агентства по защите и развитию конкуренции Болат Самбетов рассказал о предложении продать Kcell частному инвестору, однако подробности этой инициативы не раскрывались. Лишение Казахтелекома сразу всех мобильных операторов в активах выглядит несколько странным решением. Тем временем мы ожидаем конкретики относительно выплат спецдивидендов после продажи Tele2 и Altel.
- **Народный банк снова ставит рекорды.** В первом квартале эмитент зафиксировал повышение процентных доходов на 31% г/г и 7,1% кв/кв. Процентные расходы отстали по темпам роста от доходов, что обеспечило увеличение чистой прибыли на 14% кв/кв и второй за всю историю квартального показателя результат 178 млрд тенге.
- **Air Astana подключит Лондонскую биржу к выкупу акций.** Авиакомпания расширила программу buy back за счет включения в нее глобальных депозитарных расписок, торгуемых на Лондонской фондовой бирже (LSE). О проведении обратного выкупа акций на KASE и МФЦА (AIX) эмитент объявил 30 апреля. Первой реакцией рынка на анонс программы стал уверенный рост котировок, который впоследствии был прерван продавцами.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Узбекистана

Акции в поисках дна

Большинство бумаг в составе TSME скорректировались, несмотря на благоприятную фундаментальную картину

Tashkent Stock Market Index (TSMI) продолжает обновлять минимумы с начала года. Ввиду отрицательной динамики большинства входящих в него акций индекс за последние две недели опустился на 3,27%, до 845,84 сума. Объем торгов на локальном рынке составил 2,24 млрд сумов против 2 млрд за предыдущий аналогичный период. Котировки Узпромстройбанка (SQBN) и Ипотека-банка (IPTB) упали на 1,49% и 1,82% соответственно, хотя капитализация последнего с начала года увеличилась на 9,09%. В то же время акции Универсалбанка (UNVB) взлетели на 17,65%, достигнув 10 тыс. сумов, а оборот в них сформировал четверть совокупного объема торгов в индексе TSMI.

«Медвежий» тренд продолжился в бумагах Узметкомбината (UZMK). Несмотря на солидный потенциал лидера черной металлургии Узбекистана, его котировки снизились еще на 7,23% и теперь торгуются ниже номинальной стоимости, равной 5000 сумов.

Акции Узтелекома (UZTL) обвалились на 7,2%, до 3711 сумов, и тоже завершили последнюю торговую неделю ниже номинальной цены, в очередной раз обновив исторический минимум, несмотря на улучшение фундаментальных показателей. Совокупный объем торгов акциями Товарно-сырьевой биржи (URTS) составил 1,3 млрд сумов, при этом они достигли нижней

планки цены с начала года, установив ее на отметке 15749,9 сума, опустившись примерно на 9%. Несмотря на уверенные операционные и финансовые результаты за первый квартал текущего года, с начала года капитализация эмитента сократилась на 8,6%.



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	07.05.24	21.05.24	
TSMI Index	874,40	845,84	-3,27%
URTS	17 300,00	15 749,98	-8,96%
IPTB	1,10	1,08	-1,82%
НМКВ	30,19	29,99	-0,66%
UZMK	5 190,00	4 815,00	-7,23%
БИОК	22 000,00	22 500,00	2,27%
QZSM	2 350,00	2 100,01	-10,64%
SQBN	10,05	9,90	-1,49%
UNVB	8 500,00	10 000,00	17,65%
UZMT	69 800,00	69 100,00	-1,00%
UZTL	4 000,00	3 711,10	-7,22%

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

- 16 мая цена пятиграммового золотого слитка обновила рекорд, достигнув 5,04 млн сумов. По статистике ЦБ, золотовалютные резервы Узбекистана на начало мая увеличились на 2,68% м/м, достигнув \$35,1 млрд.
- В апреле в Узбекистане зафиксировано снижение продаж автомобилей на 19%, в том числе объемы реализации легковых машин упали на 18,6% м/м и 35,3% г/г. При этом продажи электромобилей за тот же период выросли на 23,2%, до 2,9 тыс. единиц.
- По данным ЦБ, за январь-март число договоров купли-продажи недвижимости в Узбекистане снизилось на 0,5% г/г, до 80,2 тыс. Рынок недвижимости за первые три месяца текущего года сократился на 12% в столице и Каракалпакстане и на 20% — в Навоийском регионе. В 2023-м на рынок было выведено 67,2 тыс. квартир против 72,1 тыс. годом ранее. В марте стоимость аренды жилья в Ташкенте в долларах снизилась на 9,2%, а по республике в среднем — на 1,4%.
- Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) прогнозирует рост экономики Узбекистана в текущем и следующем годах на 6,5% и 6% соответственно, благодаря инвестициям в основной капитал и увеличению чистого экспорта. За последние два года в регионе повысился объем инвестиций в транспорт, логистику и производственные мощности. Инфляция измеряется однозначными числами, что позволило Нацбанку пересмотреть монетарную политику. Основными задачами на 2024–2025 годы станут обновление инфраструктуры и повышение эффективности государственного управления.

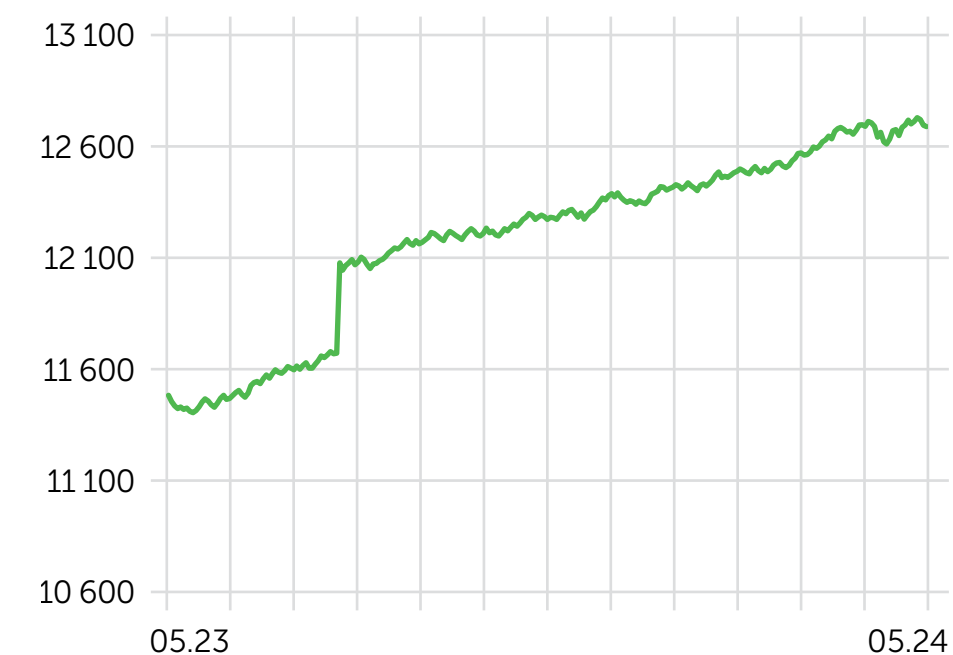
Новости компаний

- **Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа (URTS)** 17 мая провела пресс-конференцию, посвященную отчету за первый квартал. Объем сделок за этот период увеличился на 36,6%, до 48,2 трлн сумов. Около 78% из них пришлись на биржевые торги, 22% — на электронную коммерцию. Фермерские хозяйства реализовали 1723,4 тыс. тонн хлопкового сырья, средняя цена выросла на 6,2%. Впервые проданы сертификаты зеленой энергии, заключено почти 7 тыс. сделок на сумму 94,7 млн сумов. Объем сделок по госзакупкам увеличился на 6,6%, до 10,5 трлн сумов, экономия средств выросла на 79%. Продано более 52,6 тыс. номерных знаков на сумму 212,2 млрд сумов, объем продаж увеличился в 3,2 раза.
- Чистая прибыль **Агробанка (AGBA)** за первый квартал сократилась на 48,6% г/г, до 33,7 млрд сумов. Объем активов увеличился на 22% и достиг 69,9 трлн сумов. Рост капитала составил 27,5% г/г, до 12 трлн сумов.
- **Octobank (OCBK)** в январе-марте сгенерировал чистую прибыль в размере 21,8 млрд сумов против убытка 447,7 млн сумов за тот же временной отрезок 2023-го. Процентные доходы увеличились с 14,5 млрд до 40,4 млрд сумов, а беспроцентные выросли в 3,6 раза, до 249,9 млрд сумов.
- **Узпромстройбанк (SQBN)**, по данным пресс-службы президента Узбекистана, планирует в этом году привлечь на международном финансовом рынке заемные средства на \$3,1 млрд в рамках 529 проектов в индустрии строительных материалов. Напомним, что Узпромстрой занимает второе место по размеру кредитного портфеля в банковском секторе республики. На конец первого квартала активы компании составляли 82,3 трлн сумов, а объем кредитного портфеля равнялся 59,5 трлн сумов. Ранее мы писали, что приватизация части госпакета Узпромстройбанка запланирована на первую половину 2025 года.

Динамика индекса EqrE Blue, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Рынок Германии

Твердый «фундамент» — уверенный рост

Основным драйвером, обеспечившим обновление DAX исторических максимумов, стали позитивные результаты корпоративных отчетов

Неделя с 6 по 10 мая стала самой результативной с ноября 2023-го на немецком фондовом рынке. Ключевой биржевой индекс DAX поднялся на 4,3%, установив очередной рекорд. Информационный фон в рассматриваемый период был исключительно позитивным, а главным драйвером роста стал успешный сезон отчетности. После публикации квартальных результатов банка UBS ралли продемонстрировал финансовый сектор Европы. На 13% повысились котировки немецкого производителя чипов Infineon, отчитавшегося о доходах выше общерыночных ожиданий. Также лучше консенсуса оказались показатели Siemens Energy, которая улучшила прогнозы на 2024 год и вышла в лидеры роста на торгах 8 мая, прибавив 4,7%. Акции Рута взлетели на 11%, так как выручка компании превысила средние прогнозы. Дополнительный позитив был связан со статистикой числа заявок на пособие по безработице в США, которое на неделе к 4 мая составило 231 тыс., то есть на 22 тыс. выше ожиданий рынка. Это было расценено биржевыми игроками как еще один сигнал охлаждения рынка труда, которое увеличивает вероятность перехода ФРС к снижению ставок, что стало бы мощным импульсом для роста акций.

За период с 13 по 17 мая DAX скорректировался на 0,35%, до 18 704 пунктов. Тем не менее индексу удалось установить новый максимум на отметке 18 893 пункта. Главным событием недели на фондовых площадках стала публикация ста-

тистики инфляции в США за апрель. Общий индекс потребительских цен замедлил рост до 3,4% г/г и 0,3% м/м (консенсус: 0,4%), базовый (без учета цен на продовольствие и энергоносители) в соответствии с прогнозами составил 3,6% г/г. Важным фактором движения биржевых котировок оставались релизы квартальной отчетности. Акции Commerzbank на торгах 15 мая прибавили 5,1%, так как чистая прибыль эмитента за январь-март оказалась максимальной за последние десять лет. На следующей сессии DAX попал под давление в связи с выходом отчета Siemens, котировки которой упали на 6,6%, так как прибыль промышленного подразделения корпорации сократилась на 2%, не оправдав ожидания рынка. Дополнительным негативом стало снижение акций BMW и Daimler Truck на 5–6% на фоне закрытия реестра акционеров на получение дивиденда.

Главным событием ближайших дней будет выход статистики инфляции за май. В Германии релиз запланирован на 29 мая. Апрельский показатель продемонстрировал замедление роста до 2,2% против 3,7% в декабре. Данные инфляции в ЕС выйдут 31 мая (консенсус: +2,5% г/г, предыдущее значение: 2,4% г/г). Кроме того, 27 мая институт Ifo представит отчет о бизнес-настроениях в ФРГ (консенсус: 91,5 пункта, предыдущее значение: 89,4). 6 и 7 июня выйдут данные динамики промышленных заказов и экспорта/импорта в Германии за апрель. В свою очередь, сезон отчетности в стране подходит к концу.

Ожидания и стратегия

Пауза в росте индекса DAX может продлиться еще пару дней, сменившись локальной коррекцией в рамках общего восходящего тренда. В то же время сохраняется достаточно высокая вероятность дальнейшего повышательного движения и без коррекции в случае преодоления отметки 19 000 пунктов, которое возможно, если данные инфляции в ЕС окажутся лучше прогноза.

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	03.05.24	17.05.24	
DAX Index	18 001,60	18 704,42	3,9%
ENR GR Equity	19,69	25,03	27,2%
DHER GR Equity	26,01	31,63	21,6%
IFX GR Equity	31,50	36,81	16,9%
NDA GR Equity	67,05	78,05	16,4%
PUM GR Equity	44,90	51,18	14,0%
SHA GR Equity	5,52	6,29	14,0%
MUV2 GR Equity	402,40	457,40	13,7%
DMP GR Equity	33,20	37,50	13,0%
CBK GR Equity	13,73	15,48	12,8%
VTSC GR Equity	62,85	69,55	10,7%
MRK GR Equity	151,45	166,55	10,0%
MNV6 GR Equity	324,00	356,00	9,9%
HLAG GR Equity	146,90	161,00	9,6%

Рынок Германии

Важные новости

- **Институт экономики DIW прогнозирует стагнацию экономики Германии в 2024 году**, даже несмотря на то, что данные макростатистики за его первые месяцы оказываются выше ожиданий. В рецессии, по расчетам экспертов, будут сектора строительства и промышленности, в то же время на фоне замедления инфляции аналитики ждут неплохого роста потребления.
- **Иностранные инвестиции в Германию в 2023 году достигли нового рекорда.** Общая сумма вложений составила 34,8 млрд евро, что более чем на треть выше 25,3 млрд евро, полученных в 2022-м.
- **ZEW фиксирует резкое улучшение экономических настроений.** Соответствующий индекс с 42,9 пункта в апреле вырос до 47,1 в мае при консенсусе 46 пунктов. Это максимальный уровень с февраля 2022 года.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Vonovia SE. В ожидании подвижек

В индустрии недвижимости

Возвращение в прибыль и подтверждение прогнозов на текущий год повышает инвестиционную привлекательность акций VNA

Причины для покупки:

- **Возвращение к прибыли после рекордных убытков 2023 года.** Основной сегмент бизнеса Vonovia — сдача недвижимости в аренду — в первом квартале принес компании прибыль, что позволило ей подтвердить свой прогноз на 2024 год. Гайденс предполагает органический рост арендной платы на 3,8–4,1%, в долгосрочный ориентир для этого направления бизнеса закладывается ежегодное повышение показателя на 4% г/г. Стоимость недвижимости, по расчетам Vonovia, достигнет минимума в текущем году, а с 2025-го возобновится органический рост цен, который будет составлять примерно 3 млрд евро в год, что обусловлено, главным образом, дефицитом жилья и высоким спросом на городскую недвижимость.
- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** На сегодняшний день акции Vonovia покрывают 26 инвестбанков, 19 из них, в том числе Goldman Sachs (таргет: 40,8 евро), JPMorgan (таргет: 32 евро), HSBC (таргет: 35 евро), Bernstein (таргет: 34,5 евро), ING Bank (таргет: 35 евро) и Landesbank Baden (таргет: 31,9 евро) дают рекомендацию «покупать». Три инвестдома советуют держать бумагу, четыре — продавать. Средняя целевая цена по акции VNA составляет 32,34 евро.
- **Техническая картина.** Акции тестируют сопротивление на уровне 30 евро, обновив 12-месячный максимум, в случае пробоя указанной отметки возможен рост котировки до 33 евро.



Среднесрочная идея

VONOVIA

Тикер на Xetra	VNA
Текущая цена	€29,48
Целевая цена	€33
Потенциал роста	11,94%

Динамика акций VNA на Xetra



Рынок Армении

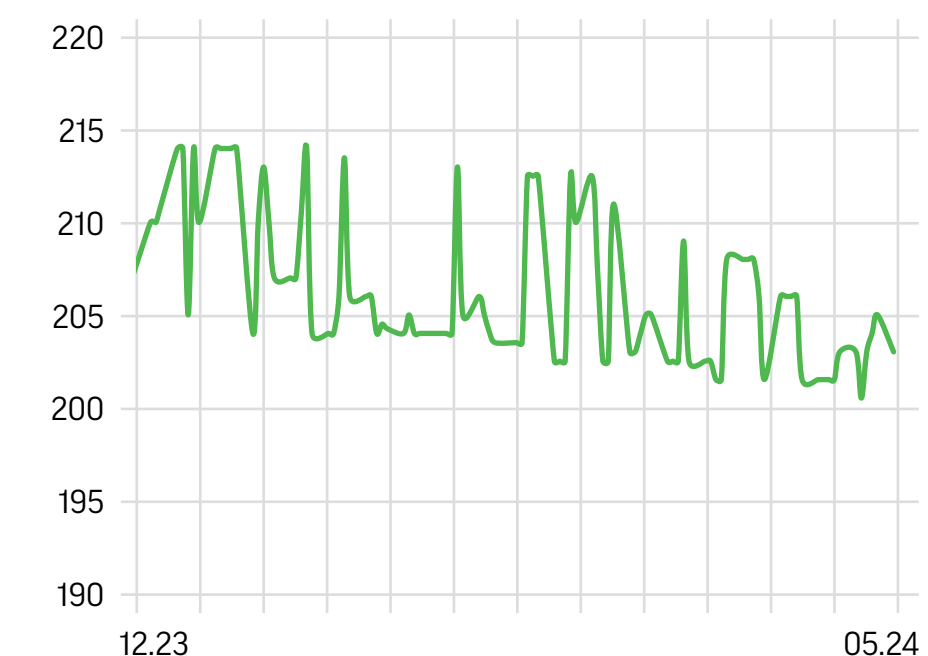
На волне макрооптимизма

Позитивные данные экономики и настрой Центробанка на дальнейшее смягчение монетарных условий создают возможности для роста на локальных рынках

- С 6 по 20 мая котировки акций АСВА Банк поднялись на 6,9%, перейдя в растущий тренд впервые с начала марта этого года. В случае пробоя психологически важной отметки 14 000 драмов движение вверх может продолжиться. Акции Telecom Armenia показали околонулевую динамику, по итогам рассматриваемого периода прибавив 0,7%. Валютный курс остался относительно стабильным. Укрепление нацвалюты может несколько затормозить ускорение инфляции, хотя смягчение монетарной политики должно нивелировать данный эффект.
- После активного роста с начала марта 2024 года индекс цен трехлетних корпоративных облигаций сохранился на неизменном уровне на фоне снижения ключевой ставки и ожиданий продолжения смягчения монетарной политики, так как инфляция остается ниже целевого уровня ЦБ. Дефляционный тренд в апреле, согласно официальной статистике, обеспечила динамика цен на масла и жиры, овощи и фрукты, а также рыбу и морепродукты. Снижение ставки ЦБ и ожидаемое ускорение инфляции могут оказать давление на динамику индекса в среднесрочной перспективе.



Динамика акций
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год

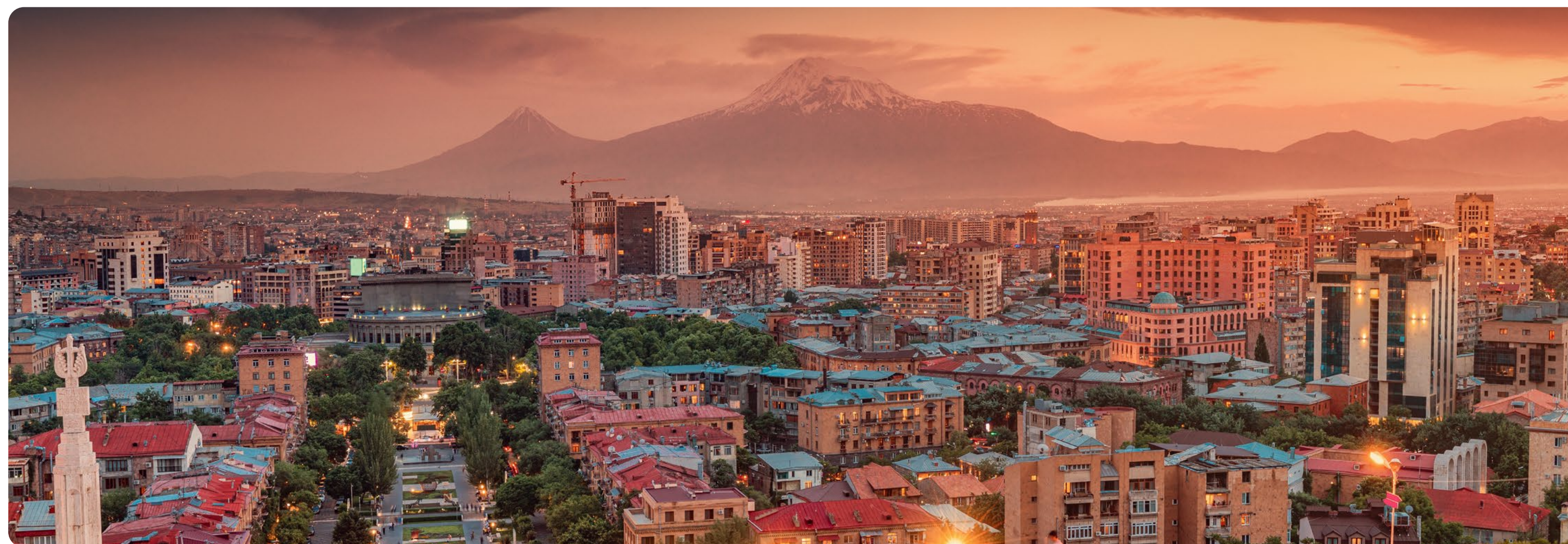


Рынок Армении

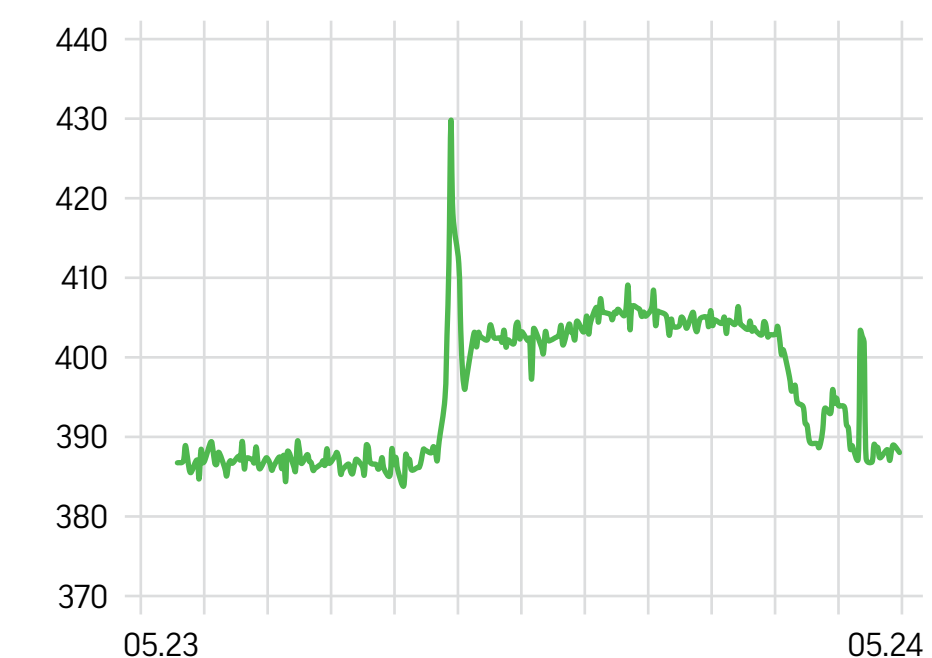
Важные новости

Новости экономики

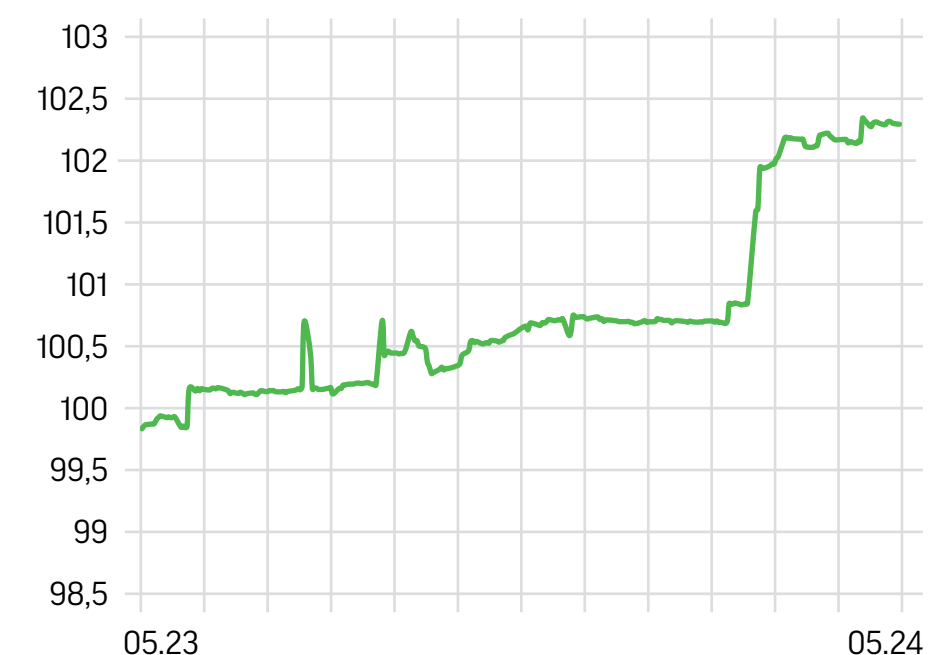
- Предварительная оценка динамики ВВП Армении за первый квартал, по данным статистического комитета страны, зафиксировала рост на 9,18% г/г при консенсусе 6,2% г/г после повышения на 7,8% г/г в октябре-декабре 2023-го. Активный рост экономики в первом квартале превысил средние ожидаемые темпы на текущий год, но в следующих кварталах он, вероятно, замедлится. Наибольший вклад в динамику ВВП внесли обрабатывающая промышленность, оптовая и розничная торговля, а также предприятия автосервиса.
- Евразийский банк развития (ЕАБР) ожидает снижения ставки рефинансирования в Армении в первом полугодии до 8% благодаря сохранению инфляции ниже целевого уровня ЦБ. Рост ВВП республики на 2024–2025 годы финансовый институт прогнозирует на уровне 5%.
- Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), который ранее ориентировался на повышение ВВП Армении в текущем и следующем году на уровне 5%, пересмотрел свой гайденс до 6,2% в 2024 году и 4,8% в 2025-м.
- МВФ ожидает роста базового показателя экономики Армении в 2024 году на 6% г/г при некотором замедлении в 2025-м.
- Глава ЦБ республики Мартин Галстян прогнозирует перегрев цен на рынке недвижимости на 20–30%. Этот вывод был сделан на основе ряда моделей банка с учетом увеличения объемов ипотечного кредитования на фоне реализации программ государственного стимулирования, а также притока мигрантов в страну.



Динамика USD/AMD, 1 год



Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Рынок Армении

Важные новости



Новости компаний

- ACBA Bank первым в Армении начинает выпуск международных карт крупнейшей китайской платежной системы UnionPay, которые эмитируются примерно в 100 странах и действуют более чем в 180.
- После успеха в Европе школа TUMO приняла решение расширить свое присутствие в Средней Азии. Школа инновационного образования откроет сеть центров в Узбекистане. Соглашение с Министерством цифровых технологий уже подписано, а финансирование проекта будет производиться узбекской стороной.
- Правительство Армении текущем и следующем году выделит на развитие ИТ-сектора 7 млрд драмов (около \$18 млн), из них 5 млрд драмов (около \$13 млн) будет перечислено представителям индустрии до конца 2024-го.

Ожидания на предстоящие две недели

С 24 мая по 3 июня в стране будут опубликованы данные динамики

- средних зарплат за апрель и первые четыре месяца года (предварительная оценка)
- экспорта и импорта
- торгового баланса (консенсус: \$75 млн, предыдущее значение: \$122,6 млн)
- экономической активности за апрель (консенсус: +14% г/г, предыдущее значение: +15,3% г/г)
- промпроизводства за апрель (консенсус: +28,0% г/г, предыдущее значение: +33,5% г/г)
- строительства (консенсус: +14,5% г/г предыдущее значение: +13,1% г/г)
- индекса цен производителей за апрель (консенсус: -0,5% г/г, предыдущее значение: 0% г/г)
- розничных продаж за апрель (консенсус: +32% г/г, предыдущее значение: +30,4% г/г)

Рост цен на золото составил более чем 4%, алюминий подорожал на 6,6%, медь прибавила 10,1%. При сохранении стоимости этих металлов на текущих уровнях и выше может увеличиться приток иностранной валюты, что окажет дополнительную поддержку драму. Сильная валюта, в свою очередь, может вызвать новый виток дефляционного давления и стимулировать более активное смягчение монетарной политики.

Наиболее важными для инвесторов будут данные экспорта/импорта и индекса цен производителей. Резкие изменения последнего показателя способны серьезно повлиять на ожидания в отношении дальнейших решений по ключевой ставке ЦБ и на прогнозы валютного курса. В целом экономическая активность в стране остается высокой и может получить дополнительную поддержку от растущих цен на металлы на глобальных рынках, а также от ожи-

даемого снижения ставки ЦБ для ускорения инфляции ориентировочно в середине года. Таким образом, перспективы экономики Армении на данный момент положительные.



Не время рисковать

С середины первой декады мая по конец второй на локальных площадках преобладали «медвежьи» настроения

- С 6 по 20 мая индекс Dubai Financial Market (DFM) General опустился на 2,13%, а S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) — на 0,26%, что объясняется сохраняющейся напряженностью на Ближнем Востоке, усугубленной к концу рассматриваемого периода гибелью президента Ирана в авиакатастрофе, а также снижением цен на нефть на 5,15% с начала месяца. Поддержку рынка оказывало смягчение риторики ФРС.
- 68% акций, входящих в ведущие индексы рынка Эмиратов, продемонстрировали снижение или нулевую динамику, в среднем скорректировавшись на 4,03%. Средний рост эмитентов, оставшихся в зеленом секторе, составил 3,04%. Лучше рынка торговались логистическая и транспортная

группа Aramex PJSC (ARMX-AE, +8,70%), а также производитель и поставщик продуктов питания Agthia Group PJSC (AGTHIA-AE, +6,06%). Результаты обеих компаний за первый квартал оказались выше ожиданий аналитиков.

- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, снизился на 18 б.п., до минимальных с августа 2023 года 4,97%. Мы объясняем эту динамику реакцией на статистику инфляции в США, где общий ИПЦ в апреле вырос на 0,3% м/м при консенсусе 0,4% м/м. Это дает участникам рынка основания ждать снижения ставки ФРС и оказывает прямое влияние на монетарную политику ряда стран Ближнего Востока, включая ОАЭ.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год



Новости экономики

- В Дубае было объявлено о первой и крупнейшей в мире инициативе по обучению промпт-инжинирингу 1 млн граждан Эмиратов за ближайшие три года в рамках проекта One Million Prompters. В результате прошедшие курс жители ОАЭ научатся использованию наиболее эффективных входных данных, чтобы направить ИИ-модель на создание и/или получение оптимальных результатов при решении задач. Наследный принц Дубая шейх Хамдан заявил, что Фонд будущего Дубая (DFF) стремится расширить компетенции специалистов для раскрытия полного потенциала ИИ-моделей в целях ускорения инноваций, прогресса и экономического роста.
- Министерство кадровых ресурсов и эмиратизации (MoHRE) призвало малые предприятия со штатом от 50 сотрудников довести долю коренных эмиратцев до 1% на квалифицированных рабочих местах. Министерство заявило, что 30 июня – окончательная дата для достижения целей эмиратизации на первую половину 2024 года, отметив, что с 1 июля контроль соблюдения требований будет ужесточен.

Новости компаний

- Fitch Ratings повысило долгосрочный рейтинг эмирата Рас-эль-Хайма в иностранной валюте с А до А+ со стабильным прогнозом благодаря оптимистичным среднесрочным ожиданиям и увеличению притока инвестиций в туристическую отрасль региона. Реализации планов руководства эмирата будет способствовать создание крупных инвестиционных проектов и дальнейшая диверсификация экономики ОАЭ. Агентство подчеркнуло, что Рас-эль-Хайма – один из главных бенефициаров этого тренда.
- Крупная девелоперская компания из Дубая Symbolic Developments совместно с конгломератом Speedex Group объявили о запуске строительства жилого комплекса Symbolic Aura. Стоимость проекта превышает 150 млн дирхамов (примерно \$40,8 млн). Решение о выходе на рынок ОАЭ было принято после крупного успеха флагманского проекта компании под названием Symbolic Alpha в Ливане.

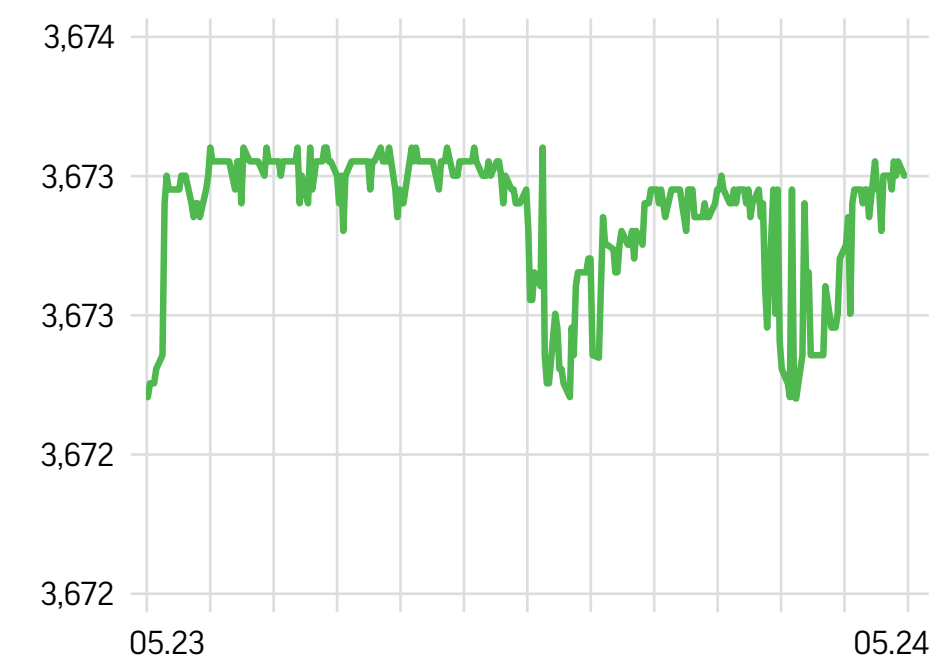
Ожидания на предстоящие две недели

- Стоимость сырья, в частности нефти, остается главным катализатором для финансовых рынков стран Персидского залива, в том числе ОАЭ. Мы сохраняем нейтральный краткосрочный прогноз цен на углеводородное сырье. В то же время продолжение военного конфликта на юге сектора Газа сохраняет напряженность на Ближнем Востоке. Ожидания снижения ставок Федрезерва после объявления его главой Джеромом Пауэллом о сокращении объемов QT будет и далее оказывать давление на курс доллара и поддерживать товарные рынки.

Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Динамика USD/AED, 1 год



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global



Тимур Турлов возглавил Консультативный комитет Глобального договора ООН в Центральной Азии

Главный исполнительный директор Freedom Holding Corp. Тимур Турлов вступил в должность председателя Консультативного комитета Глобального договора ООН в Центральной Азии, созданного для эффективного решения трансграничных вопросов, касающихся экологической обстановки, социальной, инфраструктурной, энергетической и продовольственной безопасности.

Глобальный договор ООН нацелен на поощрение предприятий и организаций во всем мире к принятию и проведению социально ответственной политики. Этот документ основан на десяти общепризнанных принципах, которые охватывают четыре ключевые области: права человека, труд, окружающая среда и борьба с коррупцией.

В 2023 году этот документ был подписан Freedom Holding Corp. Холдинг взял на себя обязательства реализовать десять его принципов и присоединился к Консультативному комитету в качестве постоянного члена. В августе прошлого года был создан специальный корпоративный фонд Freedom Sharagat («Freedom Шапағат»), который централизованно осуществляет благотворительную и спонсорскую деятельность, связанную с продвижением устойчивого развития. За последние шесть месяцев фонд направил на эти цели более 5 млрд тенге. Помимо этого, была инициирована масштабная внутренняя ESG-трансформация холдинга, имеющая целью получение статуса регионального эталона лидерства в области устойчивого развития с точки зрения интеграции принципов ESG в собственную корпоративную среду.

Freedom Finance Global подвел итоги 2024 фискального года

Активы Freedom Finance Global в 2024 фискальном году, завершившемся 31 марта, составили \$224,4 млн, увеличившись на 219% г/г на фоне роста объема денежных средств и их эквивалентов на счетах компании на \$126,9 млн, или на 523%, а также в связи с увеличением объема ценных бумаг в торговом портфеле на \$22,9 млн, или на 74%.

Обязательства холдинга выросли на 168% г/г, до \$88,7 млн, в связи с увеличением объема сделок прямого репо на \$25,9 млн, или на 115%, а также на фоне объявленных к уплате акционеру дивидендов.

Собственный капитал на конец отчетного периода вырос на 265% г/г, достигнув

\$135,7 млн в результате повышения объема нераспределенной прибыли. Совокупная чистая прибыль повысилась на 539% г/г и составила \$173,1 млн, что во многом связано с увеличением процентного дохода на 665% г/г. За прошедший фискальный год в компании открыто свыше 75 тыс. счетов, проведено более 11 млн сделок. Общее количество счетов по состоянию на 1 апреля 2024 года превысило 178 тыс., осуществлено свыше 20,1 млн сделок с ценными бумагами.

«Валюту» Freedom презентовали в Казахстане

В Казахстане представили новый финансовый инструмент, позволяющий любому желающему стать обладателем акций Freedom Holding Corp. Это стало возможным благодаря начислению кэшбэка в виде структурной ноты (ETN) с каждой операции по платежным картам Freedom Bank.

ETN — финансовый инструмент, зарегистрированный и выпущенный в соответствии с правом МФЦА, к которому применимы соответствующие налоговые льготы, торгуемый на бирже AIX. Стоимость «валюты» Freedom Holding составляет 0,0001 от цены акции FRHC. Соответственно, стоимость нового финансового инструмента изменяется вместе с котировками этих бумаг на NASDAQ. На 22 мая 2024 года цена акции Freedom составляла \$75 за единицу.



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global

Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

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



Инвестиционный
обзор №295

24 мая 2024

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов, vadim.merkulov@ffin.ae

Ерлан Абдикаримов, yerlan.abdikarimov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина, prglobal@ffin.kz

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (Компания) (ffin.global) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан на основании Лицензии № AFSA-A-LA-2020-0019, выданной Комитетом по регулированию финансовых услуг МФЦА.

Размещенные в данном разделе материалы носят справочно-информационный характер, адресованы клиентам Компании, не являются ни индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни предложением инвестировать в финансовые инструменты различных компаний. Владение ценными бумагами и иными финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и иных 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.