

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

S&P 500 поставил на zero

Индекс широкого рынка с середины июня не показал выраженной динамики: продолжению ралли помешала волна фиксаций прибыли в акциях компаний, связанных с ИИ

Казахстан
Набирая высоту

Германия
DAX в «медвежьем» капкане

ОАЭ
Покупатели взяли реванш

Узбекистан
Эмитенты провели рокировку

Армения
Распродажа без особых причин

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. S&P 500 поставил на zero	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. Индустрия производства электромобилей: маршрут перестроен	6
Актуальные тренды. Обзор на 1 июля	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков	9
Обзор компаний малой капитализации.....	12
Инвестиционная идея. Wheaton Precious Metals. Бенефициар мирового дефицита серебра.....	13
Текущие рекомендации по акциям.....	15
Оptionная идея. CALL DEBIT SPREAD ON AAPL.....	16
IPO Solera. Возвращение легенды.....	17
Рынок Казахстана. Набирая высоту.....	18
Рынок Узбекистана. Эмитенты провели рокировку.....	20
Рынок Германии. DAX в «медвежьем» капкане	22
Инвестиционная идея. Deutsche Telekom отдает «дочку» в крипту	23
Рынок Армении. Распродажа без особых причин.....	25
Рынок ОАЭ. Покупатели взяли реванш.....	27
Новости Freedom Holding Corp.....	29
Контакты	30

Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global

Фондовый рынок США

S&P 500 поставил на zero

Индекс широкого рынка с середины июня не показал выраженной динамики: продолжению ралли помешала волна фиксаций прибыли в акциях компаний, связанных с ИИ



По состоянию на 02.07.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-0,05%	3,20%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-0,22%	6,30%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-0,05%	0,93%
UUP	Доллар	0,10%	1,60%
FXE	Евро	0,19%	-1,33%
XLF	Финансовый сектор	-0,53%	-1,27%
XLE	Энергетический сектор	1,56%	-2,20%
XLI	Промышленный сектор	-0,89%	-1,33%
XLK	Технологический сектор	-0,95%	7,65%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-1,80%	-6,30%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,72%	1,43%
SLV	Серебро	-1,52%	-4,29%
GLD	Золото	0,11%	-0,13%
UNG	Газ	-8,07%	-0,91%
USO	Нефть	1,20%	6,38%
VXX	Индекс страха	-3,28%	-5,29%
EWJ	Япония	3,38%	-1,06%
EWU	Великобритания	-0,66%	-3,96%
EWG	Германия	1,46%	-4,49%
EWQ	Франция	-1,56%	-9,40%
EWI	Италия	-0,44%	-7,67%
GREK	Греция	-0,40%	-3,40%
EEM	Страны БРИК	-0,19%	1,91%
EWZ	Бразилия	-0,47%	-7,67%
RTSI	Россия	3,90%	2,95%
INDA	Индия	1,99%	5,23%
FXI	Китай	-1,63%	-2,40%



Инвестиционный обзор №298

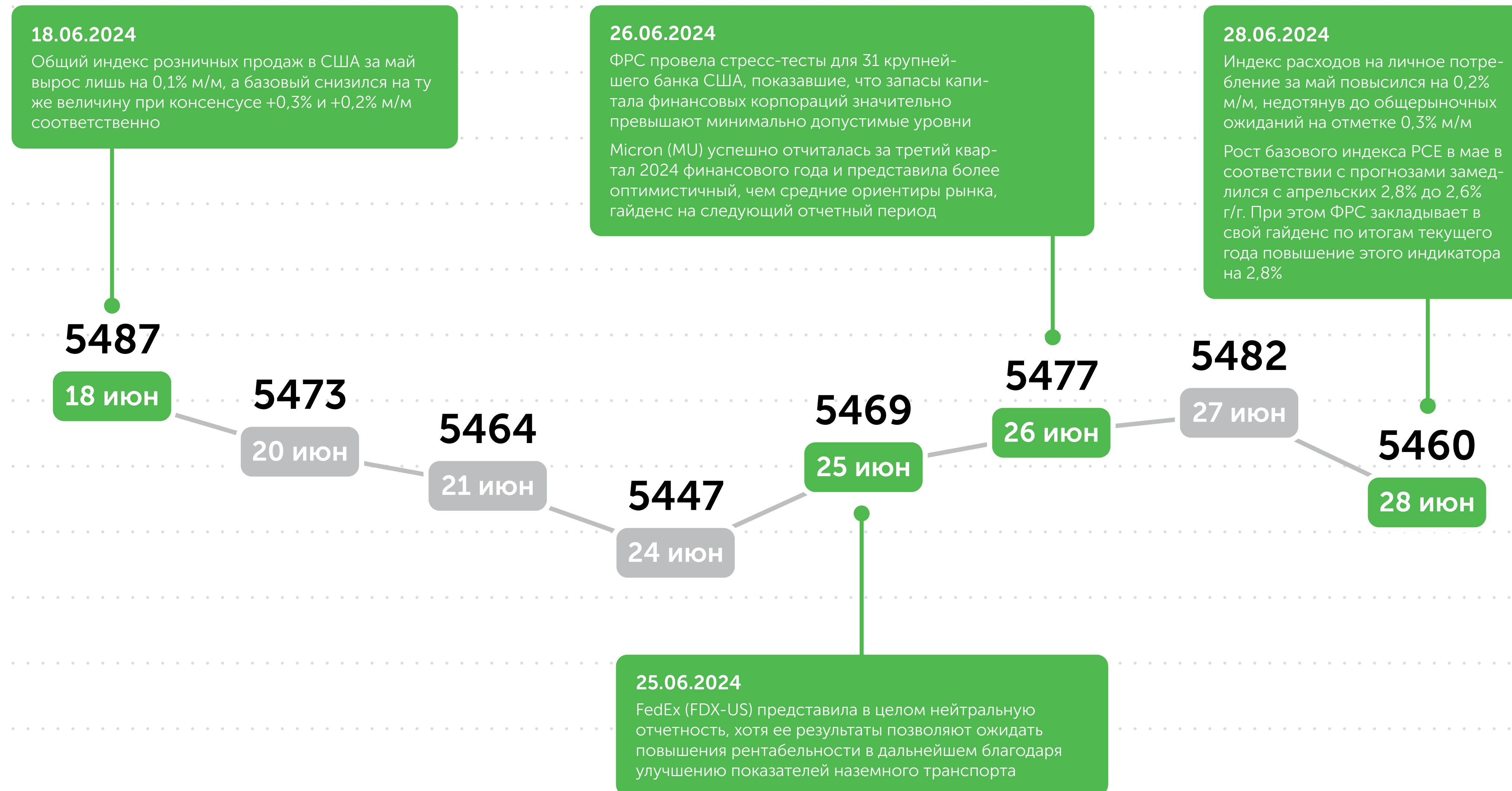
5 июля 2024

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (18.06.2024 – 28.06.2024)



Самое главное

Индустрия производства электромобилей: маршрут перестроен

Производитель электрических автомобилей (EV) Fisker из Калифорнии 18 июня объявил о банкротстве, став пятой компанией сектора наряду с Lordstown, Proterra, Arrival и Arcimoto, не справившейся с конкуренцией, проблемами производственного цикла и регуляторной системы, а также с изменениями предпочтений потребителей. Проблемы электромобилестроения касаются не только новых игроков, но и столпов автопрома: Ford (F), General Motors (GM) и Stellantis (STLV). Все три автогиганта последние полгода активно снижали собственные прогнозы. Ситуация с продажами электромобилей у Volkswagen Group (кроме одноименной марки выпускает машины Audi, Porsche, Skoda), Mercedes-Benz (MBG) и BMW Group (BMW) складывается неоднозначно. Причина банкротств новых американских производителей электромобилей в том, что они пытаются реализовать бизнес-схему выпуска смартфона в своем секторе, то есть разработать начинку и дизайн, а сборку поручить сторонним производителям. Однако эта модель не работает в автомобильном секторе, поскольку маржинальность бизнеса определяется производственным циклом и экономикой масштаба. Tesla занимает лидерские позиции в индустрии электромобилей именно потому, что у нее несколько заводов по всему миру. А новые компании, которые позиционировали себя как «убийцы» Tesla, больше не конкурируют в этом сегменте. Такие представители автоиндустрии, как Rivian (RIVN), тоже переживают не лучшие времена, но все же борются за выживание, развивая собственные производственные мощности. Компания заключила с Volkswagen стратегическое соглашение о создании СП по разработке программного обеспечения для своих электро-

автомобилей. Rivian в ближайшие несколько лет планирует получить от этого проекта \$5 млрд, чтобы решить проблему недостатка финансирования. Сектор производства электромобилей за последние десять лет сделал мощный рывок, но борьба за долю рынка (один из наиболее сложных для любой новой индустрии этапов) начинается именно сейчас. Для инвестора это может стать одной из самых интересных возможностей определить нового лидера отрасли или ее первую пятерку. Представители старой гвардии: Ford, GM, Stellantis, Volkswagen, Mercedes-Benz, BMW — накопили огромный опыт управления производственными мощностями. Это дает им возможность эффективнее, чем молодые компании, регулировать маржинальность бизнеса. Однако у новичков есть большие технологические преимущества, поэтому Tesla, Rivian, NIO (NIO), Li Auto (LI), XPeng (XPEV) и Zeekr (ZK) имеют все шансы обогнать старые неповоротливые компании, которые не слишком успешно адаптируются к новым трендам. Я всегда положительно отзывался о Tesla. А за последние десять лет мы увидели, как на одном из самых консолидированных рынков появился новый игрок, который занял первое место в своей нише. Этот успех могут повторить не все. Но важно умение адаптироваться и принимать новые условия ведения бизнеса. Движение в этом направлении, судя по последним новостям, начала Rivian. Подобные стратегические решения сигнализируют о гибкости бизнеса и способности меняться в соответствии с рыночными условиями. Инвестору важно уметь ловить такие сигналы, чтобы найти настоящего «убийцу» Tesla и с выгодой для себя инвестировать в эту компанию.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



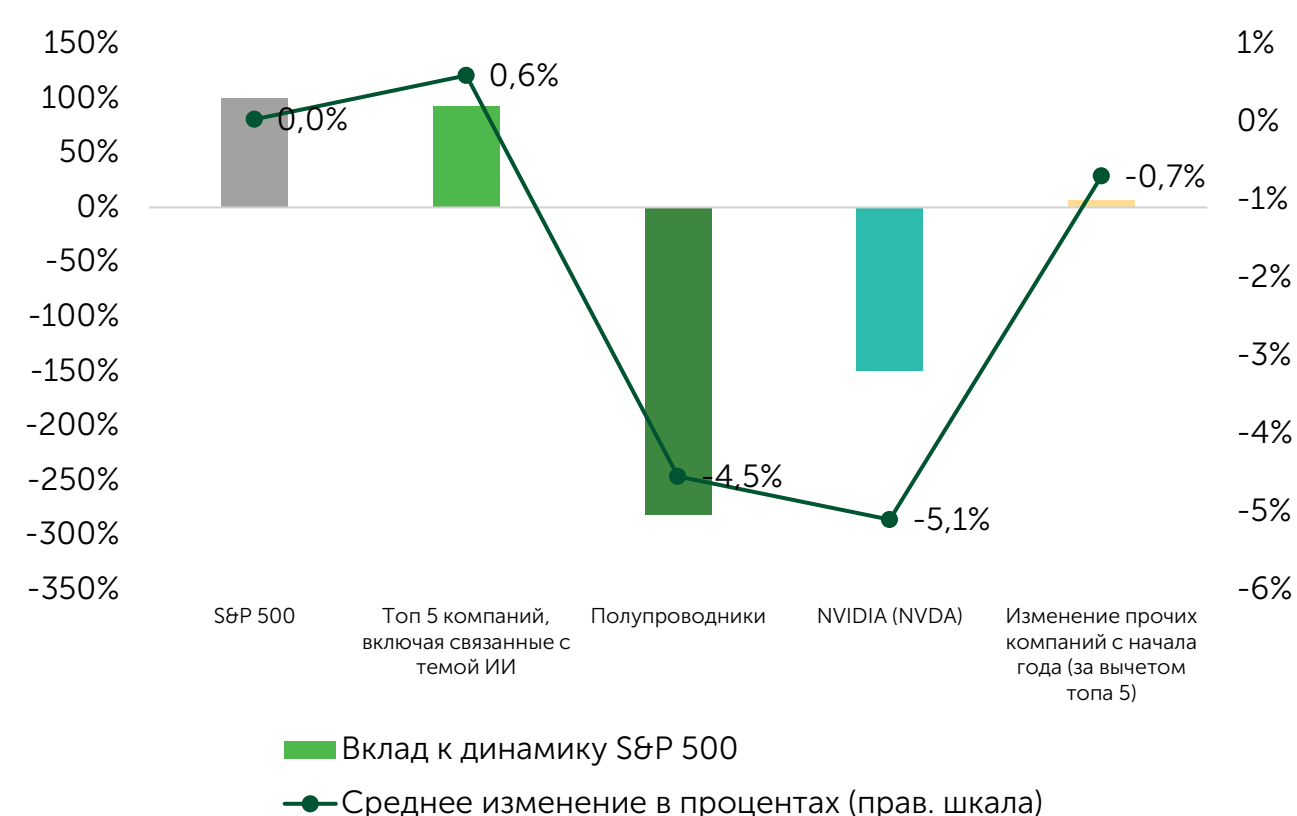
Актуальные тренды

Обзор на 1 июля

Глобальная картина

С 17 июня по 1 июля S&P 500 продемонстрировал околонулевую динамику. Ключевым фактором давления на настроения инвесторов и котировки индекса стала волна фиксаций прибыли в акциях эмитентов, связанных с темой ИИ. Распродажи коснулись главным образом крупнейших производителей полупроводников: NVIDIA (NVDA), Broadcom (AVGO), Micron (MU-US), Qualcomm (QCOM). Общее снижение капитализации в этом секторе составило \$309 млрд, более половины потерь пришлось на NVIDIA. Значимых триггеров к распродажам бумаг ИИ-игроков не было. Формальным поводом стала немного более слабая статистика рынка жилья, что подтолкнуло инвесторов к локальному сокращению экспозиции на риск. Дополнительным импульсом для коррекции стали разочаровавшие биржевых игроков результаты и прогнозы Micron (MU).

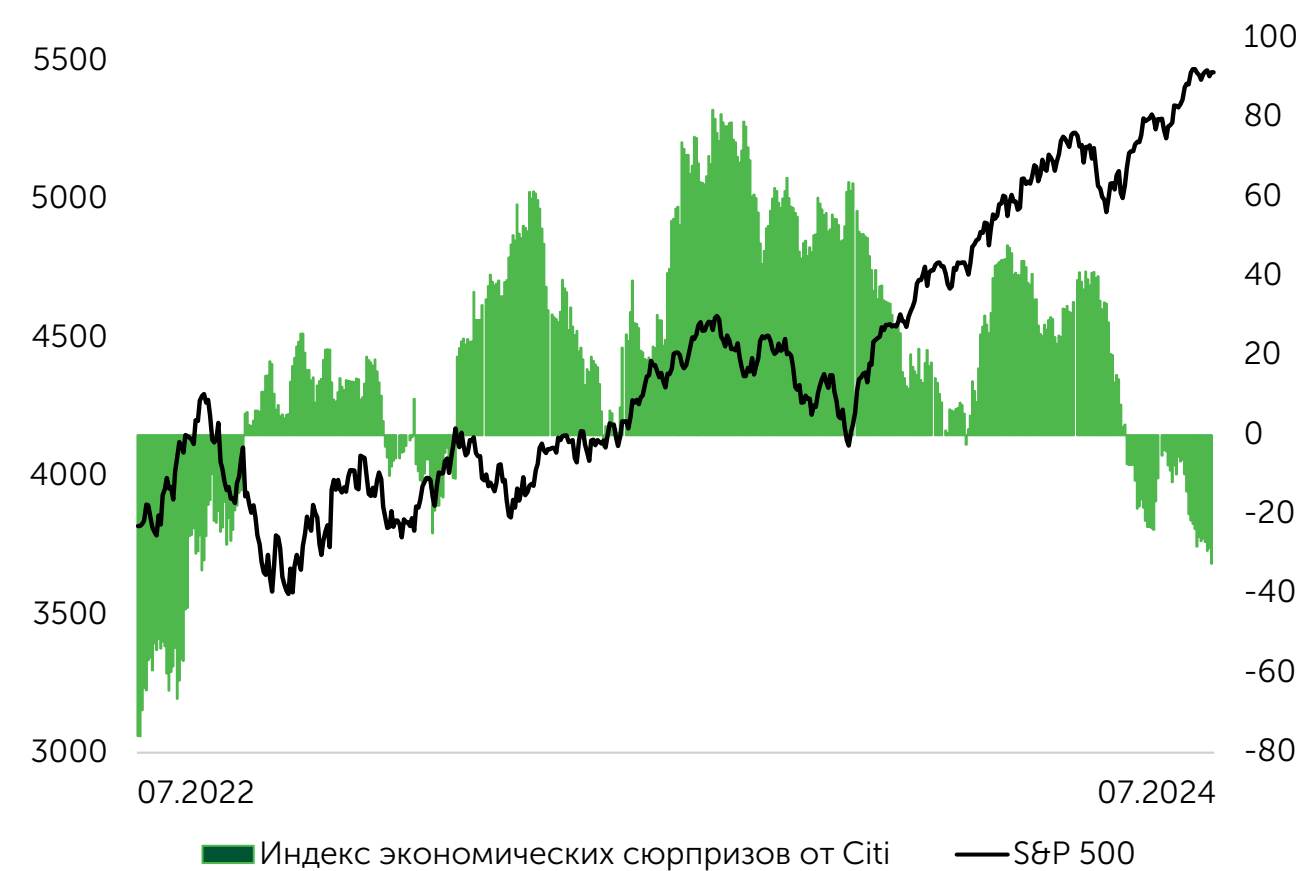
Вклад в динамику капитализации S&P 500 по группам акций



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Макроданные оказали смешанный эффект на настроения участников рынка. Розничные продажи в США за май увеличились лишь на 0,1% м/м (консенсус: +0,3%), а базовый индекс опустился на 0,1% (консенсус: +0,2% м/м). Эту статистику можно оценить как неоднозначную, так как в секторе циклических категорий товаров (автомобили, одежда и спортивные товары) рост оказался активнее, чем в целом по индексу. Расходы на личное потребление за май поднялись на 0,2% м/м (консенсус: +0,3% м/м). Расхождение фактического результата с ожидавшимся усилило обеспокоенность инвесторов по поводу охлаждения экономики в целом и потребительской активности в частности. Предварительным индикатором макроэкономических показателей может служить индекс экономических сюрпризов от Citigroup, который демонстрирует устойчивый тренд на снижение в течение последних месяцев.

Citi Economic Surprise Index vs S&P 500



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Важной корпоративной новостью стала публикация квартального отчета Micron (MU). Результаты компании оказались достаточно сильными, но менеджмент воздержался от улучшения прогнозов на текущий и следующий годы, что вызвало разочарование у инвесторов. Гигант ИТ-консалтинга Accenture (ACN-US) отчитался слабо, но отметил увеличение объема обязательств к исполнению и указал в качестве драйвера роста решения для генеративного ИИ. Порадовала инвесторов FedEx (FDX), которая отчиталась о прибыли выше прогнозов на 1,3%. На этом фоне биржевые игроки увеличили вероятность реализации плана компании по сокращению расходов суммарно на \$4 млрд.

Фокус рынка

С 5 по 15 июля в фокусе внимания инвесторов будет отчет Минтруда, включающий данные о безработице, средней зарплате и новых рабочих местах вне сельского хозяйства. Полагаем, что лучшим вариантом для рынка будет замедление роста вакансий и зарплат до 170–200 тыс. и 3,9–4,0% соответственно. Заметное охлаждение рынка труда может быть интерпретировано инвестсообществом как дополнительный признак потенциальных проблем в экономике. Также повышенный интерес вызывает дальнейшая динамика потребительской инфляции. В консенсусе на июнь закладывается повышение базового CPI на 3,5% (+0,1 п.п. к уровню за май). На наш взгляд, рост индекса в пределах 3,4–3,5% вызовет позитивную реакцию рынка. Продолжение замедления инфляции усиливает вероятность двух снижений ставки ФРС в текущем году. В то же время более высокий рост потребительских цен едва ли шокирует инвесторов, так как они готовы к повышенной волатильности инфляции при сохранении общего дезинфляционного тренда. Особое значение участники рынка продолжают придавать динамике супер-

Инвестиционный обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Актуальные тренды

Обзор на 1 июля

базовой инфляции, которая отслеживается в секторе сервисов за вычетом расходов на жилье и демонстрирует особенно устойчивую тенденцию к замедлению.

В начале второй декады июля стартует сезон отчетов за второй квартал. Первыми свои результаты представят PepsiCo (PEP-US), Progressive (PGR-US), Delta Air Lines (DAL-US), JPMorgan (JPM-US), Wells Fargo&Co (WFC-US), Citigroup (C-US), Goldman Sachs (GS-US). Полагаем, что успешное начало сезона будет стимулировать «бычий» настрой, но ключевой для формирования рыночных ожиданий станет вторая половина июля.

Акции малой капитализации

Индексы Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) за рассматриваемый период прибавили 1,24% и 0,19% соответственно. Мы объясняем эту динамику позитивным настроением с 17 по 21 июня, который определили релизы макро-данных. Предварительные оценки PMI от S&P Global указали на сильный внутренний спрос, который особенно важен для сектора малых и микрокомпаний. Недотянувшие до консенсуса показатели рынка труда поддержали покупателей, поскольку замедление роста занятости должно подталкивать ФРС к развороту курса монетарной политики. Главным событием последней недели июня стала публикация данных PCE. Базовый индекс поднялся на 0,08% м/м (консенсус: +0,13% м/м), рост год к году замедлился до 2,6%, что способствует переходу регулятора к снижению ключевой ставки. Статистика инфляции продолжит оказывать решающее влияние на настроения инвесторов и движение котировок малых и микропредприятий. Быстрый рост цен и ограничительная ДКП остаются главными рисками для представителей малого и среднего бизнеса. В предстоящие две недели ожидаем сохранения повышенной волатильности, которую обеспечат важные макрособытия и релизы корпоративной отчетности.



Ожидаем

Ориентируемся на движения S&P 500 в диапазоне 5350–5600 пунктов.

Техническая картина

Полагаем, что техническая картина будет смешанной. RSI индекса S&P 500 вновь оказался в зоне перекупленности, что вкупе с повышением put/call ratio бенчмарка до значений начала года может сигнализировать о коррекции. В то же время ввиду недостаточной ширины рынка и отсутствия прочих признаков перегрева (темп изменения котировок, паттерны по отношению к МА и др.) не исключаем продолжения «бычьего» тренда, так общая ситуация остается нейтрально-позитивной.



Новости компаний

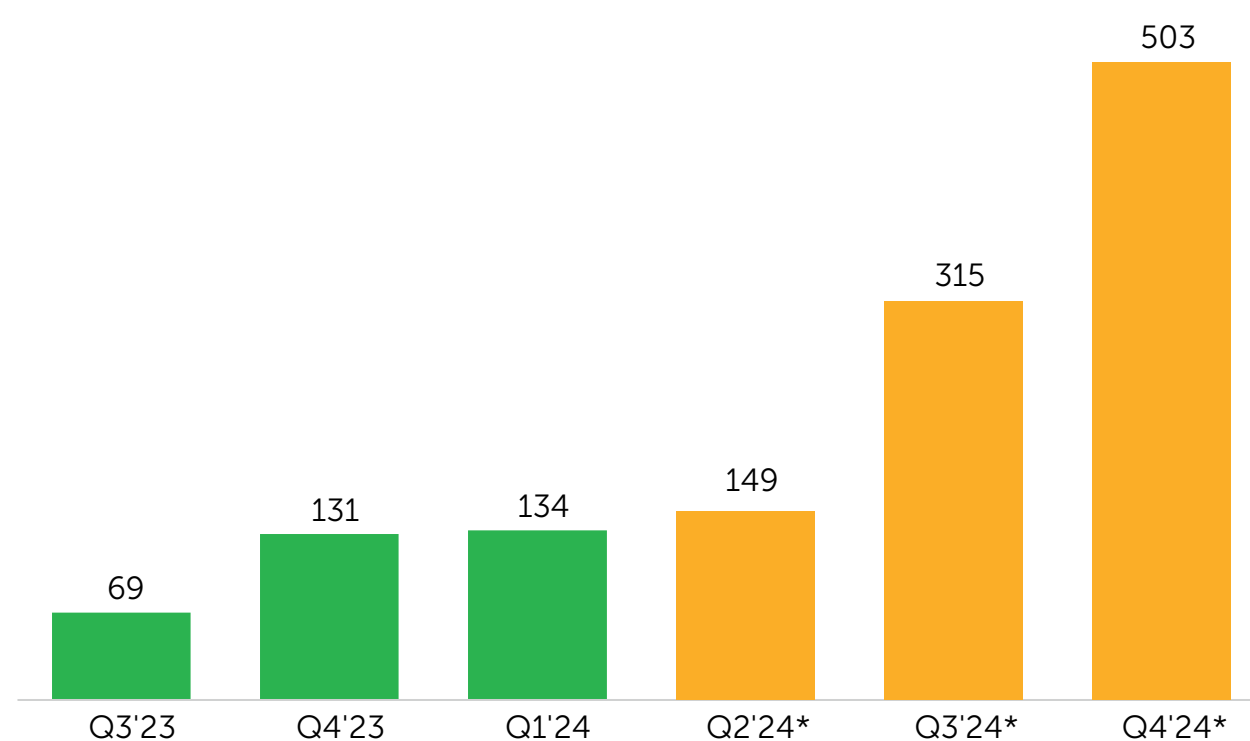
В поле зрения наших аналитиков



20 июня **Sarepta (SRPT)** получила полное одобрение FDA на препарат Elevidys для амбулаторных пациентов с мышечной дистрофией Дюшенна (МДД). Возрастные ограничения были ослаблены: средство можно применять для терапии больных с четырех лет. Показания для неамбулаторных пациентов в указанной возрастной группе получили ускоренное одобрение. Начато подтверждающее исследование ENVISION. Несмотря на критику, связанную с неоднозначными данными об эффективности, Elevidys на сегодня наиболее эффективное средство генной терапии МДД, доступное на рынке. Другие разработчики генной терапии МДД серьезно отстают от Sarepta. Один из главных ее конкурентов Pfizer (PFE) сообщил о неудовлетворительных результатах III фазы тестирования своего препарата после смерти одного из пациентов и недостижения основной контрольной точки. Мы ожидаем, что в отсутствие конкуренции после расширения показаний рост выручки Elevidys до конца 2024 года ускорится. Мы повысили целевую цену по акции SRPT со \$159 до \$190 и сохранили рекомендацию «покупать».



Выручка Elevidys, \$ млн



*Консенсус-прогноз FactSet



Результаты **FedEx (FDX-US)** оказались в целом нейтральными, однако в них просматриваются возможности для дальнейшего повышения рентабельности: показатели наземного транспорта улучшаются. Сегмент Express, приносящий корпорации около 50% выручки, демонстрирует неуверенную динамику доходов. Несмотря на оптимизацию издержек, операционная маржа этого дивизиона опустилась до 1,9% (-2,2 п.п.). В сегменте наземных перевозок (Ground) благодаря увеличению их объема и повышению удельной цены маржа в отчетном периоде достигла 13% (годом ранее — 12,1%). Лидерство сохраняет направление Freight. Менеджмент компании не исключает spin-off этого бизнеса. Инвесторов FedEx воодушевил гайденс руководства, который предполагает продолжение набранных темпов роста EPS, что стало причиной скачка котировок FDX на следующий день после релиза. Повышаем целевую оценку акции компании до \$318, однако сохраняем рекомендацию «держаться».

Динамика количества отправок/грузов (г/г)



Источник: FactSet

26 июня ФРС провела стресс-тесты для 31 одного крупнейшего банка США, показавшие, что запасы капитала у финансовых корпораций значительно превышают заложенные в нормативы минимумы. Это означает способность протестированных банков покрыть убыток (-\$685 млрд) и продолжить кредитование в условиях нестабильности.

Результаты тестирования в текущем году зафиксировали снижение капитала на 2,8% (прошлогодний показатель — 2,5%). В то же время содержащиеся в их условиях основные макроэкономические параметры не претерпели значительных изменений, в частности, предполагается скачок безработицы до 10% и существенное снижение реального ВВП.

Отдельно регулятор проверил чувствительность финансовых корпораций к ситуации на рынке коммерческой недвижимости. Параметры тестирования предполагали падение цен на нее на 40% с убытком \$77 млрд, однако



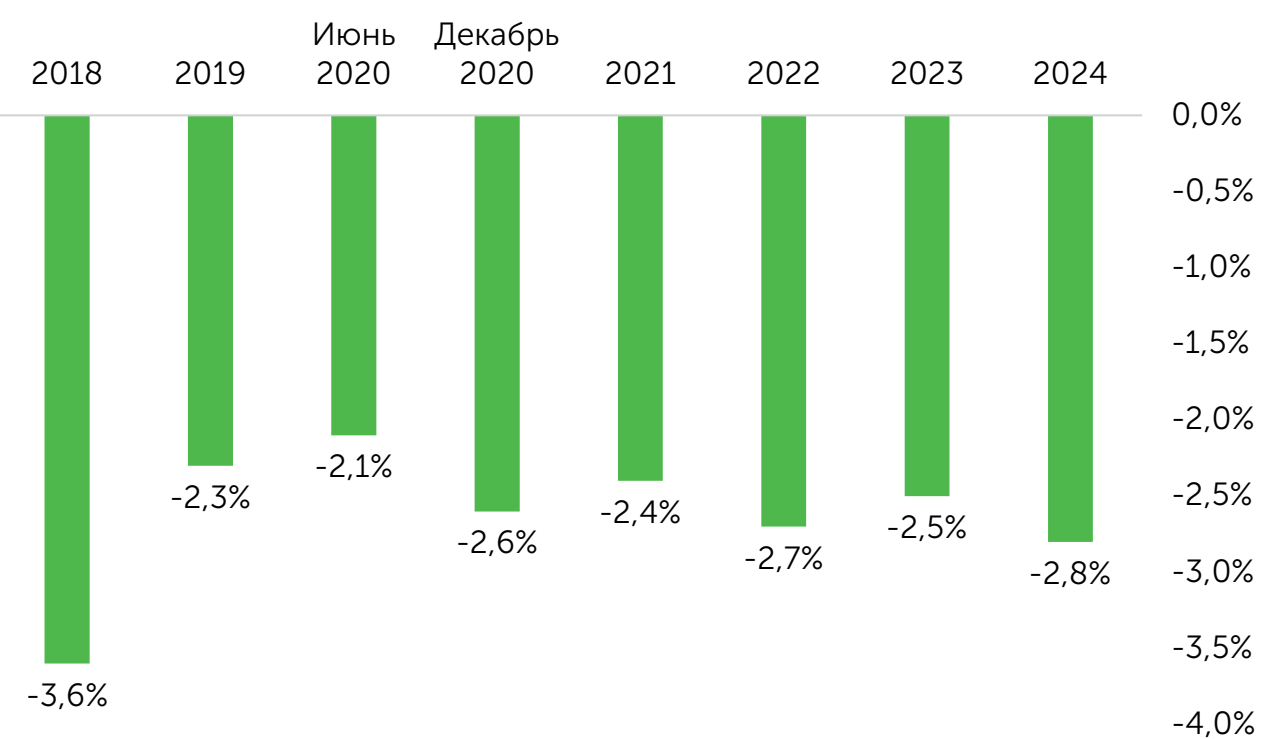
Новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

даже с учетом настолько мощного ухудшения показателей рынок коммерческой недвижимости не оказался значимым драйвером изменения результатов тестирования в годовом сопоставлении.

У Morgan Stanley текущий уровень достаточности капитала составляет 15,2% (для сравнения: 14,4% на конец указанного периода (март 2026-го) и минимум 10,6%). У Bank of America эти показатели равны 11,8; 9,3 и 9,1%, у Goldman Sach — 14,4; 10,7 и 8,5%, у JPMorgan Chase — 15,0; 13,4 и 12,5%, у Wells Fargo — 11,4; 8,1 и 8,1%, а у Citigroup — 13,4; 11,1 и 9,7% соответственно.

Максимальное снижение достаточности капитала



Источник: FactSet, federalreserve

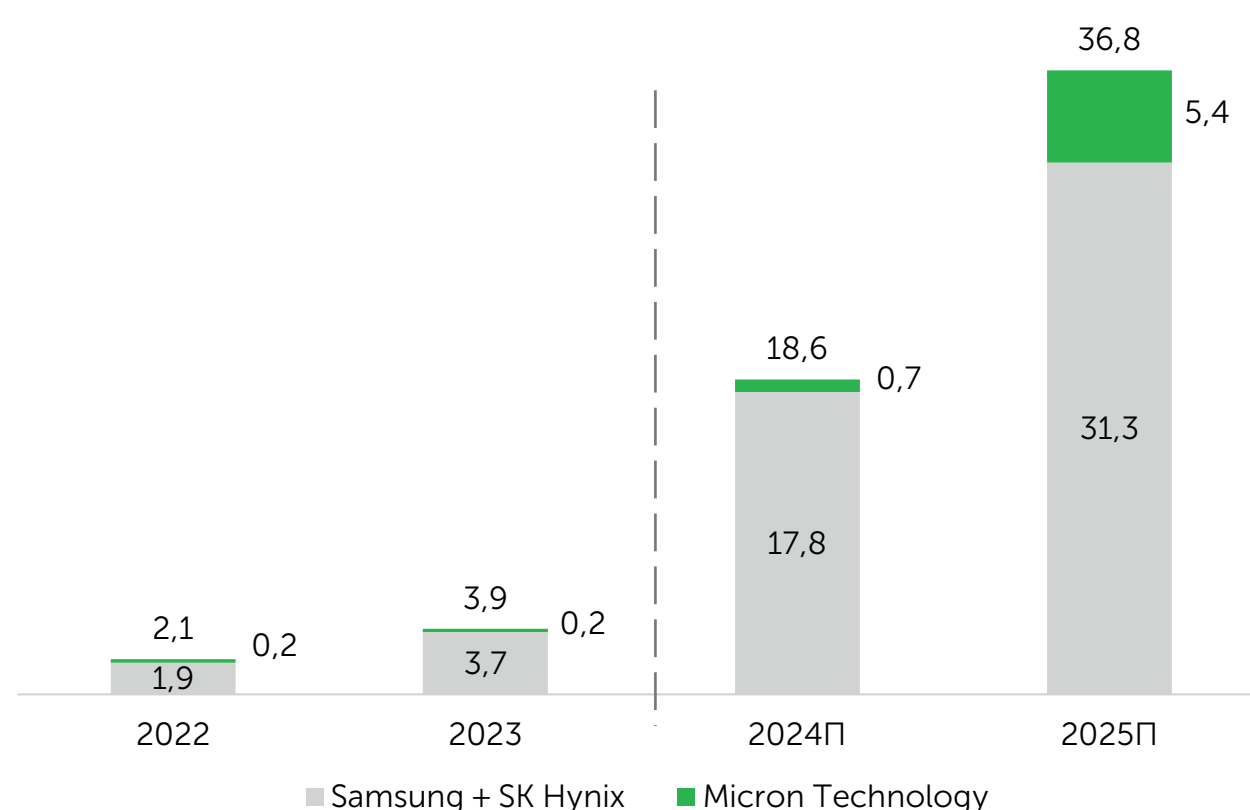


Квартальный отчет компании Micron Technology (MU)

На постмаркете 26 июня был опубликован более сильный, чем предполагали общерыночные ожидания, отчет Micron Technology (MU) за третий квартал 2024 финан-

сового года. Прогнозы менеджмента на следующий аналогичный отчетный период оказались оптимистичнее консенсуса. В то же время комментарии компании относительно перспектив рынка HBM-памяти остались практически неизменными, что стало небольшим разочарованием, так как инвесторы ожидали очередных смелых заявлений от руководства эмитента. Тем не менее, исходя из динамики рынка чипов памяти и планов в отношении CAPEX, потенциал бизнеса Micron на ближайшие годы улучшился. Рентабельность растет опережающими темпами на всех уровнях благодаря сильной ценовой динамике (ASP) во всех сегментах рынка, оптимизации затрат и благоприятному изменению структуры продаж, в частности, за счет увеличения объема реализации высокомаржинальных устройств HBM-памяти. Мы оцениваем отчетность компании Micron позитивно, сохраняем рекомендацию «покупать» и повышаем целевую цену по акции MU со \$135 до \$160.

Рынок HBM-памяти, \$ млрд



Источники: данные компаний, Freedom Broker



Новости компаний

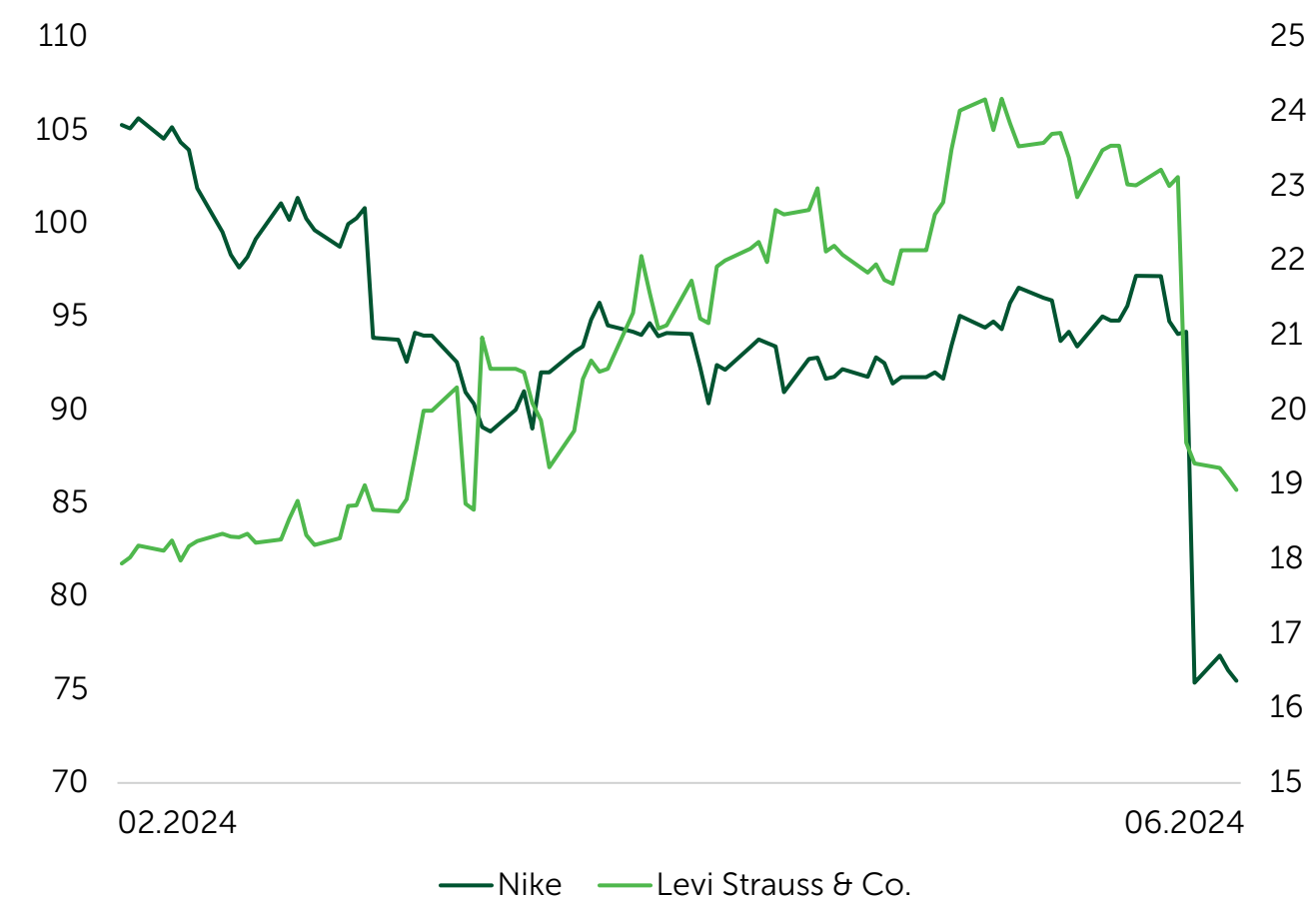
В поле зрения наших аналитиков



Продажи обуви **Nike (NKE)** в четвертом квартале завершившегося финансового года сократились на 6% г/г, до \$3587 млн. Выручка в ключевом сегменте на домашнем рынке падает третий квартал подряд. Более того, ее снижение ускорилось и распространилось на европейский регион, где прежде динамика продаж была положительной. Общее сокращение продаж обуви на всех рынках присутствия составило \$310 млн, или 3,6%. Менеджмент также сообщил о существенном уменьшении трафика в Китае (продажи там выросли на 3%). Самым неприятным сюрпризом стал собственный прогноз компании, предполагающий резкое ухудшение ситуации. В первом квартале 2025 финансового года падение продаж может оказаться двузначным, и его не удастся наверстать даже за год: в итоге выручка может сократиться на 5% без учета курсовых разниц.

Отчет и комментарии менеджмента вызвали сильнейшее с 2001 года внутрисуточное падение котировок Nike. Квартальный отчет на прошлой неделе опубликовал и другой производитель одежды — компания Levi Strauss & Co (LEVI). Ее котировки после релиза рухнули более чем на 15%. При этом ни отчетность, ни комментарии менеджмента не содержали видимого негатива. Квартальная EPS превзошла ожидания шестнадцатый раз подряд. Выручка составила \$1,44 млрд (+8% г/г), что оказалось лишь немного ниже консенсуса. Прямые продажи тоже выросли на 8% г/г. Объем реализации через онлайн-платформы в США увеличился на 12%, в Европе — на 7%. Компания пересмотрела вверх гайденс по EPS на 2024 финансовый год до \$1,17–1,27. При этом она прогнозирует замедление роста выручки до 1–3%. Менеджмент планирует расширять долю прямых продаж. С октября прошлого года капитализация Levi Strauss выросла вдвое, поэтому публикация отчета дала инвесторам повод для фиксации прибыли в длинных позициях.

Динамика котировок Nike (NKE) и Levi Strauss & Co. (LEVI)



Источник: FactSet



Обзор компаний малой капитализации



Rekor Systems Inc (REKR) разрабатывает и внедряет технологии компьютерного зрения и анализа данных для управления транспортной инфраструктурой и безопасностью в общественных местах. В первом квартале регулярные доходы компании выросли на 18%, примерно до \$5 млн. Кроме того, она закрыла сделку по покупке All Traffic Data (ATD) за \$19 млн в виде наличных и акций. По расчетам менеджмента, это позволит расширить возможности в области сбора и анализа данных трафика. Ожидается, что в 2024 году выручка Rekor вырастет на 60,1% г/г, до \$55,94 млн, а EPS достигнет \$0,48, что означает сокращение убытка на 32,6%.

Консенсус FactSet по акции REKR: \$4,5.



Daktronics (DAKT) — разработчик и производитель электронных табло и решений для управления медиаконтентом на спортивных объектах и мероприятиях. За второй квартал компания получила рекордную выручку, ее операционная прибыль увеличилась на 142%. На этом фоне акции Daktronics с 17 июня по 2 июля подорожали на 26%. Внедряя продуктовые инновации, компания сохраняет технологическое лидерство и развивает отношения с AV-интеграторами в новых рыночных сегментах. По словам ее менеджмента, оптимизация производственных и логистических процессов способствует повышению эффективности бизнеса. Руководство отмечает сильный спрос в бизнес-юните Live Events и восстановление потока заказов на международных рынках. По итогам 2024 года ожидается рост выручки Daktronics на 3,31%, до \$845,2 млн, при повышении EPS на 43% г/г, до \$1,06.

Консенсус FactSet по акции DAKT: \$16,8.



MediaAlpha (MAX) — технологическая компания, специализирующаяся на цифровой рекламе и технологиях для страховой индустрии. По итогам первого квартала 2024 года финансовые результаты MediaAlpha превысили прогнозы во всех направлениях ее бизнеса. Во второй половине квартала партнеры в сегменте P&C значительно увеличили инвестиции в маркетинг. Менеджмент уверен, что рынок автострахования находится в стадии восстановления, и рассчитывает на значительный рост объемов транзакций по итогам второго квартала. Сегмент Health Insurance также превзошел ожидания аналитиков благодаря укреплению позиций в плане обслуживания лиц до 65 лет, росту расходов партнеров в сегменте Medicare. По итогам 2024 года ожидается рост выручки MediaAlpha на 55% г/г, до \$603 млн, при EPS на отметке \$0,07.

Консенсус FactSet по акции MAX: \$25,3.



Root (ROOT) работает в цифровой страховой индустрии, использует большие данные и инновационные технологии для более точного ценообразования и оформления страховых полисов. В первом квартале 2024 года менеджмент Root сообщил о выходе на операционную прибыль благодаря многократному повышению валовых премий и количества действующих полисов. Компания успешно сохраняет пул клиентов благодаря стабилизации цен и предложению интересного продукта. В сегменте «партнерство» удалось расширить список контрагентов на 68% г/г в соответствии со стратегией долгосрочного развития. По итогам 2024 года ожидается, что выручка компании достигнет \$1,08 млрд (+138% г/г), а убыток на акцию сократится на 58%, до -\$4,31.

Консенсус FactSet по бумагам ROOT: \$76,7.



Инвестиционная идея

Wheaton Precious Metals.

Бенефициар мирового дефицита серебра

Долгосрочный потенциал роста в акциях WPM составляет около 26%

Wheaton Precious Metals (WPM) — одно из крупнейших в мире предприятий, ведущих бизнес по модели стриминговых и роялти-сделок в горнодобывающей отрасли с фокусом на драгоценные металлы. Непосредственно добычей Wheaton не занимается, инвестируя в месторождения и получая право на часть произведенной на них продукции.

Ключевые инвестиционные тезисы

Дефицит на рынке серебра. По данным Silver Institute, нехватка этого драгметалла в мире в текущем году увеличится на 17% г/г и составит примерно 17,7% мирового спроса. Мы прогнозируем усиление этого тренда в 2025–2026-м, что будет способствовать повышению цен на серебро. Bloomberg прогнозирует, что 2024 году металл подорожает на 22%, а в 2025-м — почти на 12%. Золото столь выраженного роста не продемонстрирует, но и существенного снижения в ближайшие 12 месяцев мы не ожидаем. Wheaton рассчитывает на повышение стоимости золота и серебра на 20% (до \$2300 и \$25 за унцию соответственно), что подразумевает увеличение ее свободного денежного потока на 26%.

Примерно 65% выручки компания генерирует за счет золота, на серебро приходится около трети продаж. В текущем году ожидается расширение этой доли до 36%. Крупных компаний, сосредоточивших свой бизнес на серебре, не слишком много, поэтому мы считаем, что внимание к акциям WPM будет усиливаться вместе с интересом инвесторов к бенефициарам ситуации на рынке серебра.

Органический рост бизнеса и стабильные дивиденды. При текущих ценах на драгоценные металлы компания рассчитывает к 2028 году увеличить операционный денежный поток почти на

треть к результату 2023-го, таким образом, этот показатель превысит \$1 млрд. В план на 2024 год заложено производство 560–620 тыс. унций золотого эквивалента. Мы считаем, что результат будет ближе к верхней границе этого диапазона.

Гайденс компании на текущий и следующий год предполагает рост выручки на 23,1% и 10,8% г/г. Общие денежные затраты на унцию золота в 2024–2028 годах должны сократиться на 5% по сравнению со средним уровнем за 2021–2023 годы. Издержки на унцию серебра, как ожидается, уменьшатся на 12,4%. FactSet прогнозирует повышение EBITDA Wheaton в 2024–2025-м на 30,5% и 17,4% г/г. Ориентиры Freedom Broker: +22% и +13% г/г соответственно. С января по март выручка Wheaton увеличилась на 38,4%, объем произведенных драгоценных металлов вырос 8,8% г/г, а чистая прибыль на акцию повысилась на 56,3% г/г, опередив ожидания рынка.

Прогнозируемая дивидендная доходность по акции WPM на 2024 год — 1,2% в текущих ценах.

Оценка по мультипликаторам. Бумаги Wheaton торговались с премией около 80% к оценке сопоставимых предприятий с капитализацией ниже и выше \$1 млрд за счет устойчивости бизнеса, его масштабов, топовых позиций ESG-рейтинга и большой базы минеральных ресурсов. Премия к аналогам по форвардному мультипликатору EV/EBITDA на 12 месяцев вперед близка к минимуму за последние годы (49%). Это соотношение для эмитента составляет около 28,9х против форвардного 22,9х, что предполагает потенциал роста акции почти на 26%.

Целевая цена WPM по модели DCF составляет \$58, рекомендация — «покупать». Апсайд от текущих уровней — около 11% (\$52,04). Stop-loss целесообразно установить на отметке \$40 (–23,5% к текущим котировкам).

Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Тикер	WPM
Цена акций на момент анализа	\$52,6
Целевая цена акций	\$58,00
Потенциал роста	12%
Текущая дивидендная доходность	1,2%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
WPM	(0,7%)	(2,4%)	(5,6%)	8,9%	20,4%
S&P 500	0,3%	0,5%	3,7%	4,4%	23,0%
Russell 2000	(0,9%)	(0,0%)	(1,9%)	(3,5%)	7,5%
DJ Industrial Average	0,1%	(0,6%)	1,2%	(1,0%)	13,8%
NASDAQ Composite Index	0,8%	2,2%	6,8%	9,0%	29,7%

Динамика котировок WPM, \$



Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A
Выручка	1 202	1 065	1 016	1 251	1 386	1 469	1 358	1 329
Основные расходы	545	501	444	547	606	642	594	581
Валовая прибыль	657	564	572	704	780	827	764	748
SG&A	53	54	59	73	81	86	79	78
EBITDA	861	743	728	890	1 004	1 097	1 098	1 139
Амортизация и проч.	257	234	216	-259	-305	-357	-413	-468
EBIT	604	510	513	631	699	741	685	670
Процентные и прочие доходы	6	-1	-29	-11	-31	-61	-121	-244
EBT	755	670	539	642	837	808	806	915
Налоги	0	1	1	135	176	170	169	192
Чистая прибыль	755	669	538	507	661	639	637	723
Dilluted EPS	\$1,67	\$1,48	\$1,19	\$1,14	\$1,44	\$1,45	\$1,44	\$1,64
DPS	\$0,48	\$0,52	\$0,58	\$0,43	\$0,54	\$0,55	\$0,55	\$0,62

Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Анализ коэффициентов	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	8%	7%	9%	8%	7%	6%
ROA	8%	7%	9%	8%	7%	6%
ROCE	7%	9%	9%	9%	8%	8%
Выручка/Активы (x)	0,14x	0,17x	0,18x	0,18x	0,16x	0,16x
Коэф. покрытия процентов (x)	93,02x	32,49x	37,51x	39,74x	36,75x	35,97x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A
Валовая маржа	55%	53%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
Маржа по EBITDA	72%	70%	72%	71%	72%	75%	81%	86%
Маржа по чистой прибыли	63%	63%	53%	41%	48%	43%	47%	54%

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



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	Сырье	23 810	2024-07-02	52,6	58	2025-07-02	10%	40	Покупать
BKR	Baker Hughes	Нефтегаз	34 621	2024-06-18	34,7	35,5	2025-06-18	2%	27,5	Держать
F	Ford Motor Company	Автомобилестроение	50 470	2024-06-04	12,9	14,4	2025-06-04	12%	10,9	Покупать
CTGO	Contango ORE, Inc.	Горная промышленность	187	2024-05-21	18,1	29	2025-05-21	60%	16,2	Покупать
ERJ	Embraer S.A. Sponsored ADR	Аэрокосмическая и оборонная промыш.	4 779	2024-05-07	25,9	31,7	2025-05-07	22%	22	Покупать
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	47 219	2024-04-24	258,9	290	2025-04-24	12%	240	Покупать
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	36 166	2024-04-08	301,7	400	2025-04-08	-	322,5	Стоп-лосс
PDD	PDD Holdings	Интернет- и прямая розничная торговля	185 929	2024-03-26	133,9	170	2025-03-26	27%	85	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	771 538	2024-03-12	1657,5	1550	2025-03-12	-	1100	Фиксировать позицию
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	15 612	2024-02-13	82,2	115,0	2025-02-12	-	79	Стоп-лосс
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	87 408	2024-02-13	149,4	159	2025-02-12	-	139	Фиксировать позицию
SPG	Simon Property Group, Inc.	Инвестиционные трасты недвижимости	48 167	2024-01-26	147,8	160,0	2025-01-25	8%	135	Держать
HAL	Halliburton Company	Нефтегаз	29 764	2024-01-16	33,6	43,0	2025-01-15	28%	32,4	Покупать
GM	General Motors Company	Автомобилестроение	53 568	2024-01-30	47,0	45,0	2025-01-29	-	35,7	Фиксировать позицию
CROX	Crocs, Inc.	Одежда и предметы роскоши	8 832	2023-10-27	145,5	131,0	2024-10-26	-	100	Фиксировать позицию
SBUX	Starbucks Corporation	Гостиницы, рестораны и досуг	87 025	2024-02-06	76,8	114,0	2025-02-05	-	89	Стоп-лосс
KHC	Kraft Heinz Company	Продукты питания	38 858	2023-09-29	32,0	44,0	2024-09-28	-	34	Стоп-лосс
FTNT	Fortinet, Inc.	Программное обеспечение	46 608	2023-09-15	61,0	75,0	2024-09-14	-	65	Стоп-лосс

Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

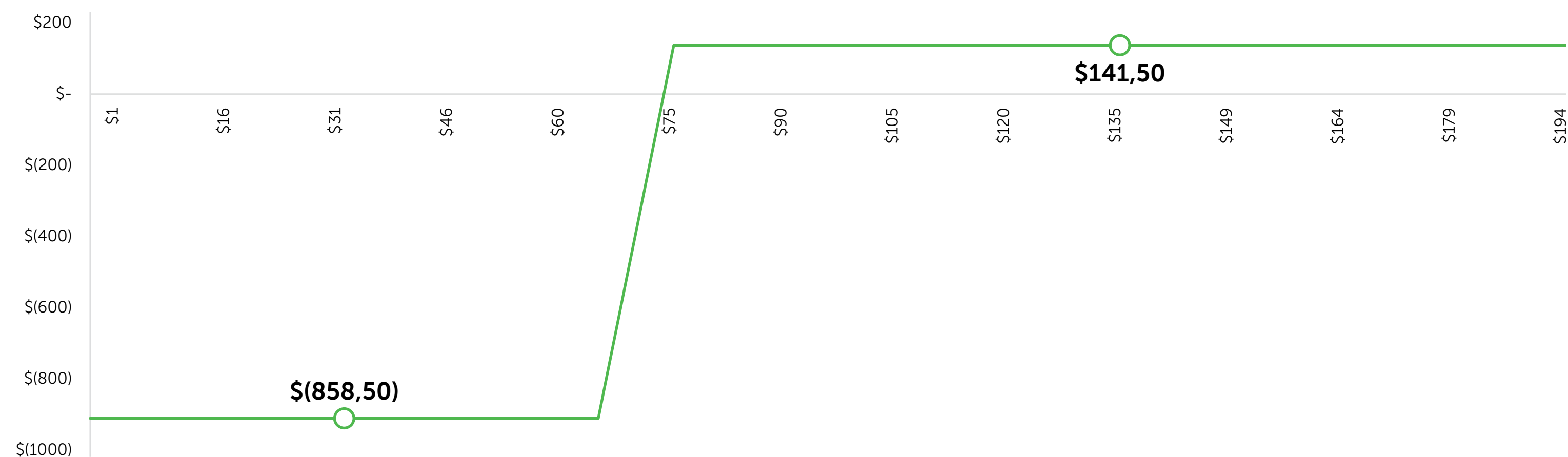
Опционная идея

CALL DEBIT SPREAD ON AAPL

Инвестиционный тезис

Apple (AAPL) — один из крупнейших мировых производителей смартфонов, персональных компьютеров, планшетов и других гаджетов. Головной офис корпорации находится в Купертино, штат Калифорния. В последние месяцы уверенная позитивная динамика акций Apple была вызвана анонсами новых продуктов и программ. 10 июня состоялась ежегодная конференция Apple Worldwide Developers Conference (WWDC), которая оказала значительное влияние на котировки акций компании. Apple анонсировала ряд новинок, связанных с искусственным интеллектом, что должно усилить ее конкурентоспособность в ближайшем будущем. Финансовые результаты корпорации остаются стабильными, их поддерживают высокие объемы продаж и эффективное управление затратами. Ожидаемый рост выручки и сильный баланс позволяют рассчитывать на продолжение положительной динамики акций. Котировки AAPL находятся вблизи своих исторических максимумов. Обычно после достижения таких уровней акции растут еще быстрее, что может быть дополнительным стимулом для инвесторов.

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
AAPL	Покупать	PUT \$220	16.08.2024	6,425	\$337,50	0,474	0,022	0,310	-0,094	23,87%	33%	28%	25%	22%
	Продавать	PUT \$230	16.08.2024	3,050		0,278	0,018	0,259	-0,076	23,93%				

Параметры сделки

Продажа	Call Debit Spread on AAPL
Страйки	Long CALL 220; Short CALL 230
Покупка	+AAPL*E8G220
Продажа	+AAPL*E8G230
Дата экспирации	16.08.2024
Маржинальное обеспечение	\$337
Максимальная прибыль	\$663
Максимальный убыток	\$(337)
Ожидаемая прибыль	196%
Точка безубыточности	\$223,38

Управление позицией

Если в день экспирации, 16 августа 2024 года, цена базового актива превысит страйк-цену проданного опциона call, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$663. При цене базового актива в диапазоне \$220–223, прибыль будет варьироваться. При этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) AAPL для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива окажется ниже цены купленного опциона call, инвестор понесет максимальный убыток объемом \$337. В позицию необходимо заходить до 12 июля включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Инвестиционный обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



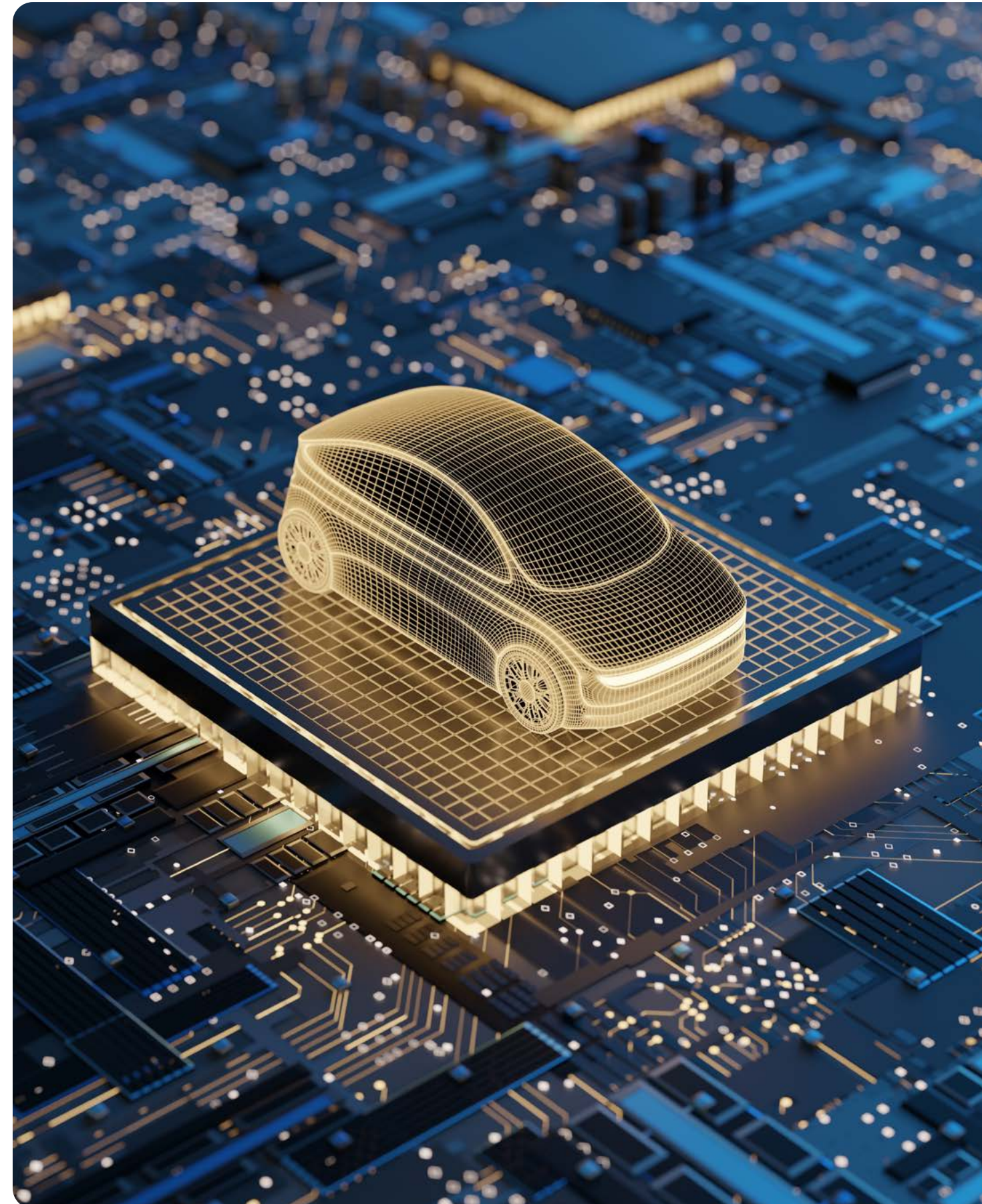
IPO Solera

Возвращение легенды

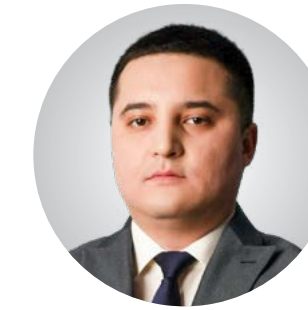
29 июня заявку на размещение подал разработчик ПО для автомобильной индустрии Solera Corp. Андеррайтерами выступят Goldman Sachs, Morgan Stanley, BofA Securities и другие

Чем интересна компания?

- **О компании.** Solera Corp. известна на рынке ПО с 1966 года. Не менее 280 тыс. клиентов, работающих более чем в 120 странах, приобретают ее отраслевые программные решения. Продукция востребована у страховых и авторемонтных предприятий, автопроизводителей и автодилеров, а также у операторов автопарков. Компания использует такие платформы SaaS, как Vehicle Claims, Vehicle Repair, Vehicle Solutions и Fleet Solutions, позволяющие автоматизировать критические рабочие процессы: обработку претензий, диагностику транспортных средств, управление запасом запчастей, взаимодействие с дилерами, распоряжение коммерческим автопарком. Акции Solera торговались на NYSE до 2016 года, затем Vista Equity Partners выкупила компанию за \$6,5 млрд.
- **Потенциальный рынок.** Solera оценивает свой целевой рынок в текущем году более чем в \$164 млрд, прогнозируя его рост к 2027-му до \$287 млрд. По данным Frost & Sullivan, сегмент решений для работы с претензиями к эксплуатации оценивается в \$21 млрд, для рынка ПО для ремонта транспортных средств оценка составляет \$3 млрд, для автомобилей — \$44 млрд, для автопарков — \$96 млрд.
- **Финансовые показатели.** В 2023 финансовом году выручка Solera выросла на 7%, в 2024-м — на 3,5%. Рентабельность по EBIT с 10% в 2022 финансовом году увеличилась до 15% в 2023-м и до 24% в 2024-м. По состоянию на 31 марта 2024 года долг от всех активов компании составлял 86%.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global

Обзор перед IPO



Эмитент	Solera Corp
Тикер	SLRA
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	Goldman Sachs, Morgan Stanley, BofA Securities, Jefferies, Citigroup, RBC Capital

Рынок Казахстана

Набирая высоту

Стагнация, вызванная дивидендным сезоном, завершилась, и KASE продолжил обновлять максимумы

За прошедшие две недели KASE вырос на 3,1%. Это весьма неплохой результат, тем более что в процессе бенчмарк установил новые исторические максимумы и вышел из бокового тренда. Завершилась традиционная летняя стагнация после дивидендного сезона.

Входящие в индекс акции сохраняют стабильность. Их снижение за рассматриваемый период не превысило на 1% от пиков. Растущие бумаги демонстрируют интересные для инвесторов тенденции. После того как стало известно, по какой цене пройдет сделка по продаже Казахтелекомом Алтел/Теле2, котировки эмитента достигли максимума с 2006 года. Продолжается долгосрочное движение вверх в канале, который сформировался в конце 2022-го. Мы полагаем, что восходящий тренд еще не исчерпан, поскольку пока Казахтелеком не раскрывал план распределения прибыли от продажи упомянутых активов. В лидеры роста вышла Kaspi.kz (+8,7%), котировки которой продолжают восстановление после падения 4–15 апреля на NYSE, причем ADS не смогли превысить апрельские максимумы, поэтому пока нельзя гарантировать продолжения «бычьей» дина-

мики в долгосрочной перспективе. Неравномерный рост акций и ADS объясняется резким скачком курса доллара против тенге. Повышенным спросом у покупателей пользовались также бумаги Народного банка и Казатомпрома, однако выраженной динамики они в результате не продемонстрировали.

В последние две недели падение тенге продолжилось, в паре с долларом он пробил вверх диапазон 468–470 под натиском покупателей американской валюты. Пара USD/KZT подошла вплотную к сопротивлению на отметке 476. Напомним, что в сентябре 2023 года ослабление нацвалюты замедлилось в коридоре 475–479, а максимумы были зафиксированы у отметки 485.



Ожидания и стратегия

KASE вышел из боковика и обновил максимумы, хотя растет довольно медленно. Однако отечественный рынок отличается тем, что на нем редко происходят быстрые рывки. Более характерно для казахстанских биржевых активов постепенное движение вверх на 0,3–0,7% на протяжении длительного периода. Летнее затишье позади, и теперь мы ожидаем более сильных движений на рынке, предлагая инвесторам задуматься о возвращении к активным торгам.

На наш взгляд, наибольший интерес для покупателей представляет Казахтелеком, который уже начал реализацию заложенного в его бумагах позитивного потенциала. Следующими вверх могут двинуться котировки Казатомпрома, Народного банка и БЦК. В акциях Казатомпрома давно формируются технические условия для роста. Народный банк тестирует 50-дневную среднюю, сохраняя и фундаментальный запас для развития восходящей динамики. БЦК технически все еще находится в растущем долгосрочном тренде.

Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



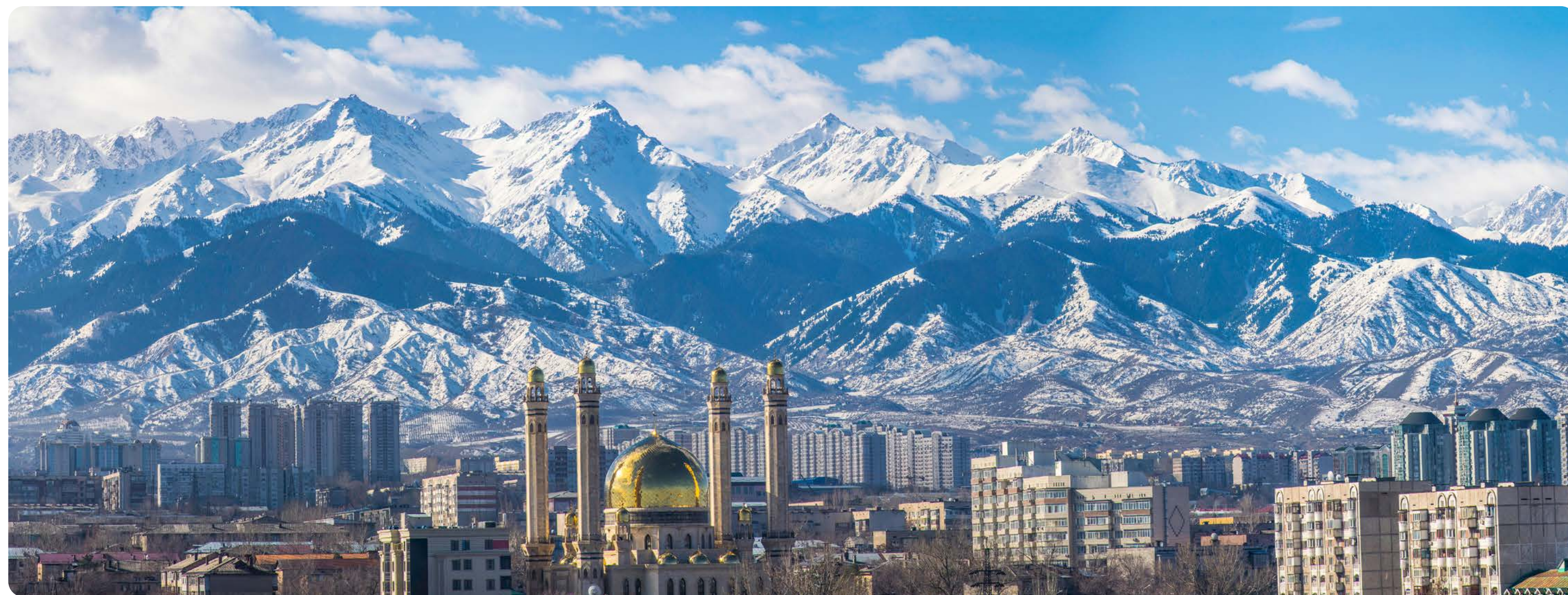
Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	17.06.24	01.07.24	
Индекс KASE	5 023,49	5 179,32	3,1%
Kaspi (KASE)	57 900,00	62 920,00	8,7%
Казахтелеком (KASE)	34 400,00	36 910,00	7,3%
Халык Банк (GDR)	17,12	17,88	4,4%
Казатомпром (KASE)	18 464,69	19 170,00	3,8%
Kcell (KASE)	2 975,00	3 067,00	3,1%
Халык Банк (KASE)	202,99	208,25	2,6%
Air Astana (GDR)	8,00	8,10	1,3%
Казатомпром (GDR)	39,55	40,00	1,1%
Kaspi (ADS)	127,29	128,64	1,1%
Казмунайгаз (KASE)	12 540,00	12 651,00	0,9%
Air Astana (KASE)	888,99	888,00	-0,1%
Казтрансойл (KASE)	834,99	831,00	-0,5%
KEGOC (KASE)	1 481,00	1 471,07	-0,7%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 832,00	1 817,00	-0,8%

Рынок Казахстана

Важные новости

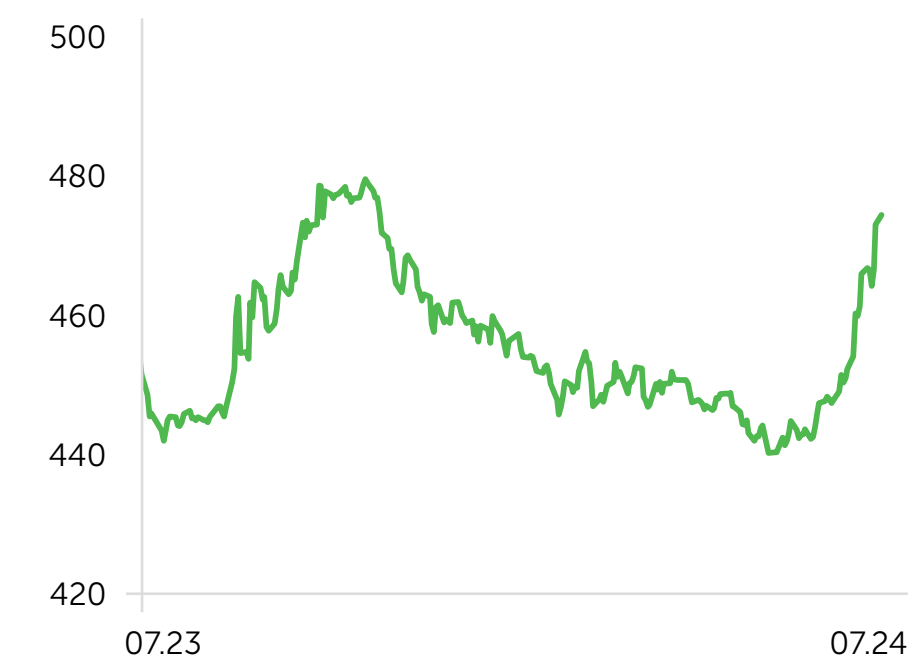
- **KASE намерена выкупить свои акции у Мосбиржи.** Казахстанская фондовая биржа (KASE) обратилась к своему миноритарному акционеру Мосбирже (MOEX) с предложением о выкупе за 12,1 млрд тенге ее доли в своем капитале, составляющей 13,1%. В пресс-релизе казахстанской фондовой площадки отмечается отсутствие рисков попасть под вторичные санкции, поскольку Мосбирже принадлежит менее 50% KASE.
- **Нацбанк пересмотрел планы продажи валюты из Нацфонда в июле.** До конца месяца объем продаж должен составить \$450–550 млн, а сумма покупки для ЕНПФ будет в пределах \$250–350 млн. Таким образом, чистые продажи составят \$200 млн, вдвое превысив июньский размер. На наш взгляд, тенге намного комфортнее, когда объем чистых продаж составляет \$300–400 млн, и текущие параметры не вызовут разворот курса вверх, а лишь поддержат котировки у текущих уровней. Покупки для ЕНПФ продолжаются, хотя доля валютных активов в нем уже достигла 30%.
- **S&P Global повысило рейтинг Kaspi Bank до BB+.** Аналитики агентства отмечают, что финансовые показатели Kaspi лучше, чем у большинства аналогов. Оптимальная бизнес-структура, успешная стратегия развития, а также прочные рыночные позиции позволяют рассчитывать на сохранение устойчивости банка даже при ухудшении макроконъюнктуры. Прогнозируемые высокие показатели прибыли обеспечат Kaspi возможность создать достаточный объем резервов, чтобы справляться с рисками лучше, чем многие сопоставимые компании.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Эмитенты провели рокировку

Бумаги Биокимё и Ипотека-банка в составе индекса TSMI сменили акции ЧТК и Ипак Йули-банка

В начале июля состоялась ребалансировка индекса Tashkent Stock Market Index (TSMI). В соответствии с установленными критериями ликвидности из него были исключены акции Биокимё (BIOK) и Ипотека-банка (IPTB), место которых заняли бумаги Ипак Йули-банка (IPKY) и Чиланзарского Торгового Комплекса. За последние две недели TSMI скорректировался на 9,12%, до 764,4 пункта. Повышенная волатильность наблюдалась в акциях Узтелекома (UZTL), колебавшихся между 4111 и 5000 сумов. Воспользовавшись предшествовавшей этому коррекцией, многие инвесторы увеличили свои позиции по данному инстру-

менту, а котировки UZTL поднялись на 20,3%, до 4989 сумов. Бумаги Кизилкумцемента (QZSM) резко просели до 1651 сума (-17,45%) на фоне решения отказаться от выплаты дивидендов за предыдущие четыре года. По похожей причине котировки Узметкомбината (UZMK) упали на 6,3%, до 4499 сумов: руководство решило не начислять дивиденд за 2023 год. Акции УзАвто Моторс (UZMT) торговались в диапазоне от 65 тыс. до 69,2 тыс. сумов, по итогам двухнедельного периода не сумев закрепиться выше 69 тыс. сумов, несмотря на успешный отчет за первое полугодие.



Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем для покупки акции Товарной биржи (URTS), Узметкомбината (UZMK) и Хамкорбанка (НМКВ) с целями 24,9 тыс., 7,3 тыс. и 37,8 сума.
- Советуем держать акции Ипотека-банка (IPTB) и Узтелекома (UZTL) с таргетами 1,3 и 6,87 тыс. сумов.



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	14.06.24	02.07.24	
TSMI Index	841,33	764,60	-9,12%
URTS	14 500,00	14 500,00	0,00%
IPKY	211,01	246,51	16,82%
НМКВ	28,99	25,40	-12,38%
UZMK	4 800,00	4 499,00	-6,27%
CBSK	1,67	1,71	2,40%
QZSM	2 000,00	1 651,01	-17,45%
SQBN	10,00	10,20	2,00%
UNVB	10 000,00	9 600,00	-4,00%
UZMT	67 000,00	67 000,00	0,00%
UZTL	4 146,00	4 989,00	20,33%

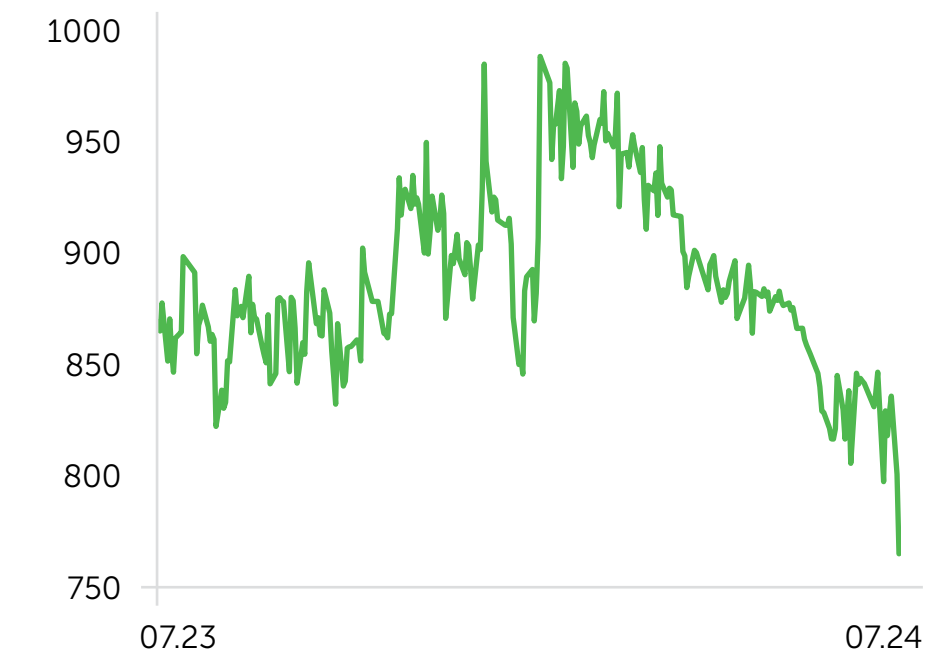
Новости экономики

- **С января по май Узбекистан увеличил поставки газа в денежном выражении в 4,2 раза, до \$643,2 млн.** Республика закупает это сырье в России. Учитывая стратегию по уменьшению взаимных расчетов в долларах со странами-партнерами, можно предположить, что РУз и РФ ведут торговлю в национальных валютах. При таком сценарии спрос на доллар мог снизиться, поэтому давление на обменный курс ослабло. Курс американского доллара к суму за июнь опустился на 0,4% и достиг 12555,16 сума — минимальной отметки с марта.
- **Bank of Georgia впервые выступил участником регуляторной «песочницы» НАПП, приобретя государственные ценные бумаги Узбекистана на валютной бирже.** Совершая сделки суверенными облигациями, банк задействует своих клиентов, что может послужить драйвером для привлечения международных инвестиций в РУз.
- **В ходе визита президента Южной Кореи в Узбекистан был сформирован инвестиционный портфель в объеме \$9,6 млрд.** Стороны договорились о расширении сотрудничества в области электроники и электротехники, в автомобильной и химической промышленности, в энергетике и других сферах. Важную роль в этом процессе будут играть Эксимбанк Кореи и фонд EDCF.
- **В Узбекистане открыта площадка по сборке китайских электромобилей BYD в рамках СП с УзАвтоСаноат.** На заводе, где работают около 1200 сотрудников, выпускаются две модели электромобилей — Chazor и Song Plus Champion. Производственные мощности планируется расширять с использованием роботизированных систем из Китая. Предприятие также будет выпускать запчасти и экспортировать продукцию в другие страны Центральной Азии.
- Выработка электроэнергии в республике за май выросла на 5,8%, а потребление снизилось на 5,7% на фоне повышения тарифов для населения.

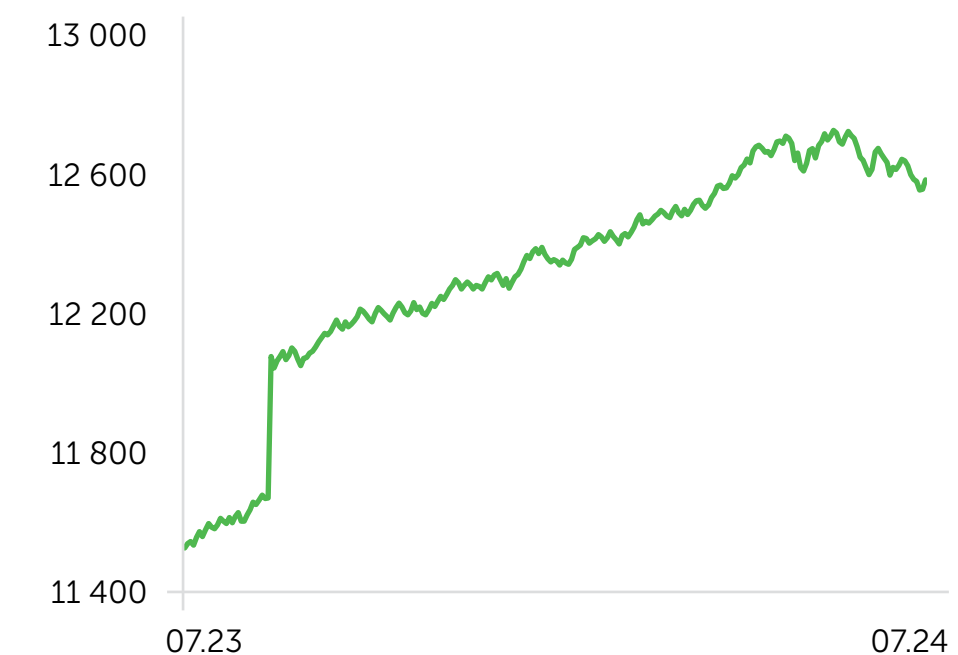
Новости компаний

- Владеющий мажоритарной долей **Ипотека-банка (IPTB)** объемом 79,58% OTP Bank Nyrt предложил миноритарным акционерам продать 1,3% акций эмитента по 1,1 сума за обыкновенную и 3 сума за привилегированную бумагу.
- **УзАвто Моторс (UZMT)** всего за девять часов реализовал 25 тыс. автомобилей Chevrolet Cobalt. Подобные объемы продаж за короткий отрезок времени фиксируются в текущем году уже второй раз. Ранее компания прогнозировала увеличение производства во втором полугодии с учетом беспрецедентного роста спроса на свою продукцию.
- **Узпромстройбанк (SQBN)** и корейский Эксимбанк подписали генеральное соглашение о координации межбанковских кредитов, которое подразумевает кредитную линию от Эксимбанка на сумму \$50 млн. Заемные средства будут направлены на сопровождение деятельности малого и среднего бизнеса, реализующего совместные проекты с корейскими партнерами. В обновленном инвестиционном тезисе в отношении акций SQBN мы отмечали, что активное повышение доходов банка обусловлено наращиванием объемов корпоративного кредитования в ключевых сферах экономики республики. Диверсификация кредитного портфеля путем привлечения клиентов из сегмента малого и среднего бизнеса позволит Узпромстройбанку трансформировать бизнес, чтобы продать мажоритарную долю государства стратегическому инвестору.
- Казахстанская финтех-группа **Kaspi (KSPI)** рассматривает возможность экспансии в страны Азии и Восточной Европы. Компания видит потенциал развития в Узбекистане в таких сферах, как мобильная связь, электронный банкинг и онлайн-коммерция.

Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Инвестиционный обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Рынок Германии

DAX в «медвежьем» капкане

Внешний фон и технические факторы способствуют коррекции на немецких фондовых площадках

С 17 по 21 июня основной фондовый индекс Германии DAX поднялся на 0,9%. Эта динамика сигнализирует об умеренном оптимизме участников немецкого рынка. Позитив поддержала новость о снижении ключевой ставки Банка Швейцарии на 25 б.п., до 1,25%. На этом фоне увеличивается привлекательность активов локального рынка, который отреагировал на действие регулятора повышением на 0,6%. Давление на котировки DAX оказало снижение акций Adidas на 2,5% после заявления компании о расследовании обвинений в массовом получении взяток ее сотрудниками в Китае. Негативную реакцию инвесторов могли также вызвать данные опроса Reuters, согласно которым ЕЦБ снизит процентную ставку в сентябре и декабре, что вызывает опасения по поводу состояния экономики региона. Европейские рынки продолжают восстанавливаться после коррекции, вызванной неожиданными для многих результатами выборов во Франции.

С 24 по 28 июня DAX вырос почти на 0,4%, закрепившись чуть выше 18 тыс. пунктов. Политическая ситуация во Франции остается в центре внимания участников торгов. Их опасения вызывает возможный проигрыш во втором туре выборов действующего президента Эмманюэля Макрона. В этой связи на биржах Старого Света наблюдается повышенная волатильность. На ход торгов влияют также новости о планах ЕС и Китая уста-

новить пошлины на электромобили. На этом фоне акции автомобильной индустрии прибавили 1,5%. Котировки Рима за рассматриваемый период упали на 2,5% из-за ухудшения прогнозов ее американского конкурента Nike в отношении выручки в 2025 году. Инфляция в США в мае продемонстрировала нулевую динамику месяц к месяцу. Незначительный рост стоимости услуг был компенсирован максимальным за полгода снижением цен на товары. В результате повысилась уверенность инвесторов в том, что ФРС до конца текущего года все же развернется в сторону смягчения монетарных условий. Эти ожидания позитивно сказываются на акциях немецких компаний, в особенности — экспортоориентированных, таких как BASF и Volkswagen. Снижение ставки будет способствовать ослаблению доллара США, и товары из Германии получат дополнительное конкурентное преимущество на мировой арене.

В ближайшие недели в фокусе участников торгов продолжат находиться макроданные. 5 июля выйдет статистика производства за май (консенсус: +0,2%), 8 июля появятся данные динамики торгового баланса за тот же месяц, 15 июля будет опубликована информация о майских розничных продажах (консенсус: +1,5%), 16 июля ZEW обнародует индикатор экономических настроений Германии.

Ожидания и стратегия

Индекс DAX остается под давлением из-за политической неопределенности, сентимент инвесторов сменился на выражено «медвежий». Прогнозируем коррекцию до 17 900 пунктов. Дальнейшее движение бенчмарка будет зависеть от того, насколько глубоким окажется пробой этого уровня.

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	18.06.24	02.07.24	
DAX Index	18 131,97	18 164,06	0,2%
EVT GR Equity	7,50	9,14	21,9%
1COV GR Equity	49,95	54,60	9,3%
NDA GR Equity	72,30	75,85	4,9%
HOT GR Equity	99,65	106,30	6,7%
LXS GR Equity	22,11	23,40	5,8%
WCH GR Equity	98,00	103,45	5,6%
SIE GR Equity	168,40	175,08	4,0%
DBK GR Equity	14,66	15,24	3,9%
MTX GR Equity	225,30	243,40	8,0%
CBK GR Equity	14,08	14,55	3,3%
DTE GR Equity	22,78	23,51	3,2%
SAP GR Equity	175,56	185,04	5,4%
HNR1 GR Equity	232,80	233,70	0,4%

Рынок Германии

Важные новости

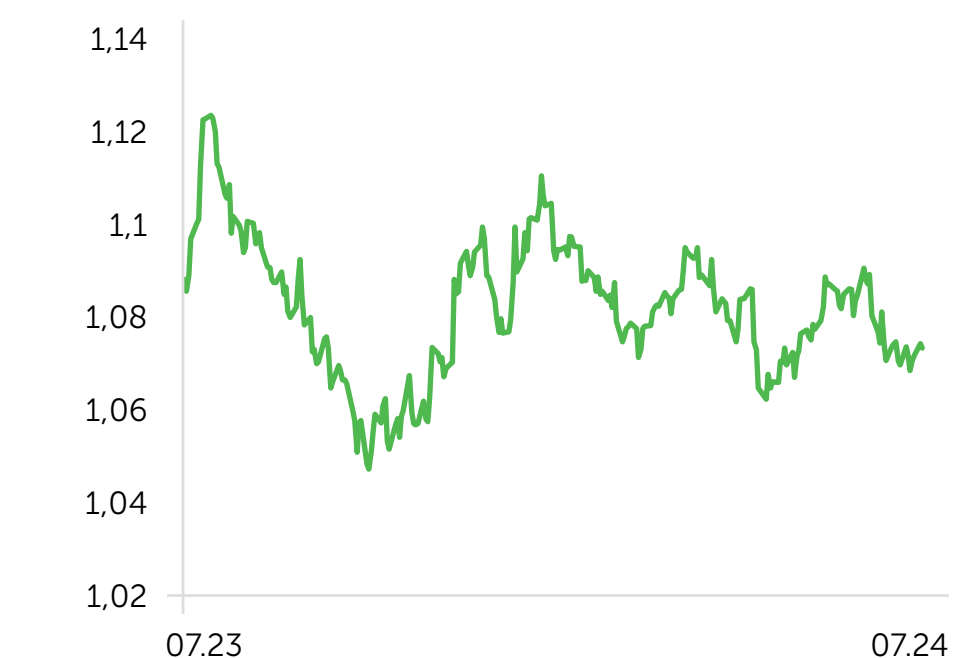
- Июньский опрос бизнес-настроений в Германии неожиданно отразил пессимистичные ожидания предпринимательского сообщества в отношении ее экономики.
- Снижение цен производителей в Германии за май немного превысило консенсус.
- Предварительный индекс потребительского доверия в еврозоне за июнь зафиксировал рост на 0,3%.
- Переговоры между вице-канцлером, министром экономики Германии Робертом Хабекком и главой Госсовета КНР Ли Цяном не состоятся по причинам, которые не раскрываются.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Deutsche Telekom отдает «дочку» в крипту

Активизация одного из подразделений Deutsche Telekom AG в сегменте майнинга способствует реализации потенциала ее акций

Причины для покупки:

- **Deutsche Telekom вышла на рынок майнинга криптовалюты.** Это решение было ожидаемым, так как у компании есть опыт взаимодействия с различными сетями блокчейна. В 2022 году Deutsche Telekom работала с Ethereum: запустила узлы валидатора, использовала протокол ликвидного стейкинга StakeWise. Deutsche Telekom обеспечила управление узлами и направила прямые инвестиции в экосистемы Polygon, Chainlink, Polkadot и Celo. Интерес компании к блокчейну не ограничивается майнингом. Готовится диверсифицированная стратегия, которая предусматривает запуск узлов проверки и интеграцию с различными протоколами.

- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** Акции Deutsche Telekom покрывают 26 инвестбанков, 22 из которых, в том числе Oddo BHF (таргет: 25,5 евро), HSBC (таргет: 27,5 евро) и DZ Bank AG Research (таргет: 27 евро) рекомендуют «покупать», остальные — «держаться». Средняя целевая цена по данной бумаге составляет 27,66 евро.
- **Техническая картина.** В июне котировки DTE обновили 12-месячный максимум и продолжают движение в рамках восходящего канала. В среднесрочной перспективе возможен рост до 27–28 евро.



Среднесрочная идея



Тикер на Xetra	DTE
Текущая цена	€23,51
Целевая цена	€27,66
Потенциал роста	17,6%

Динамика акций DTE на Xetra

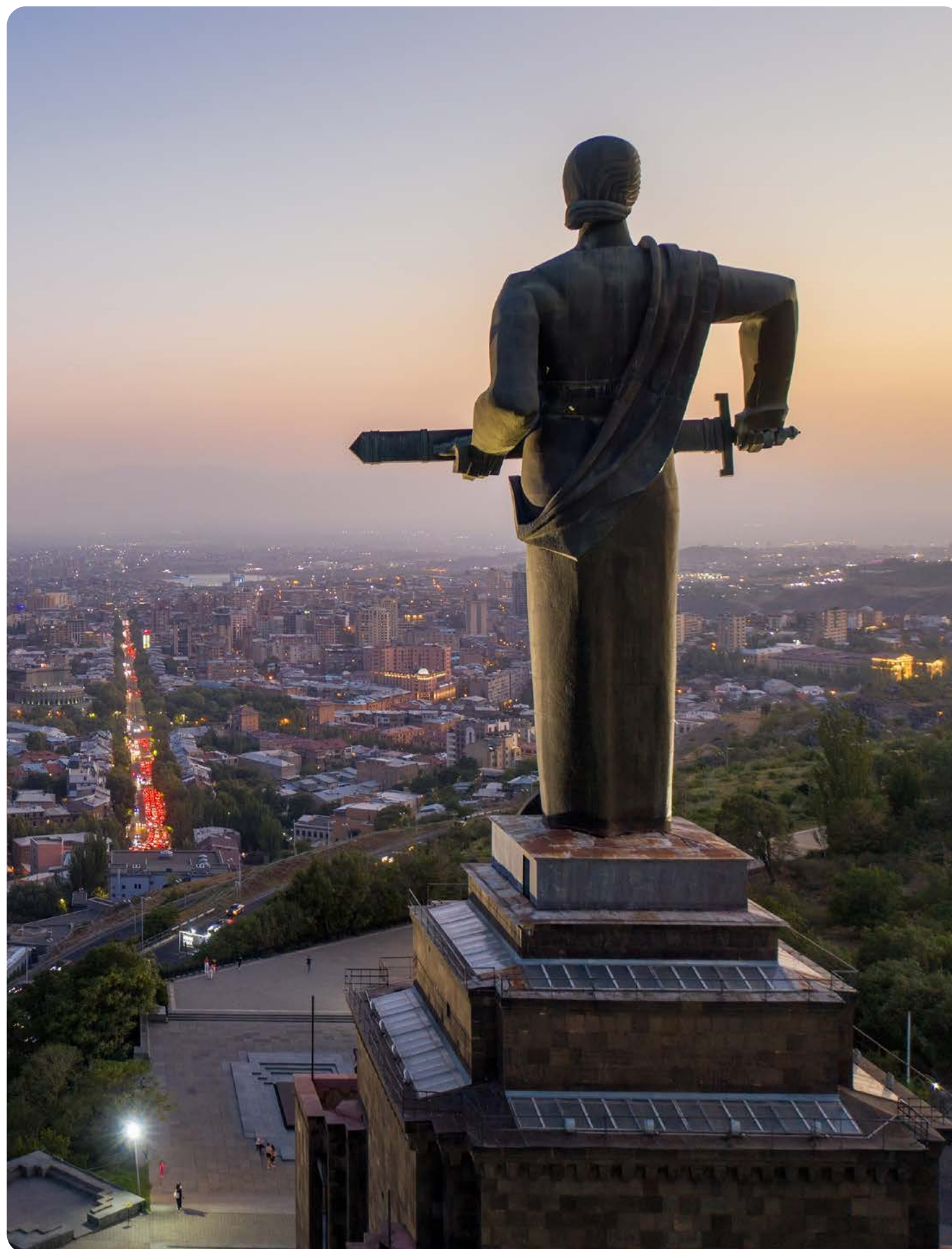


Рынок Армении

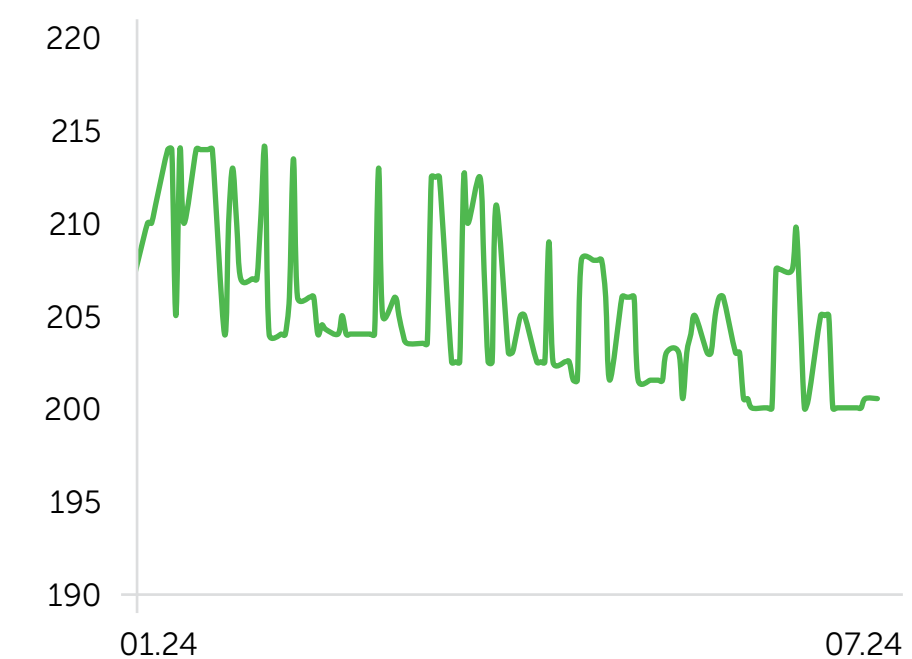
Распродажа без особых причин

Несмотря на сильную макростатистику, котировки ведущих эмитентов локальной биржи к началу июля скорректировались вниз

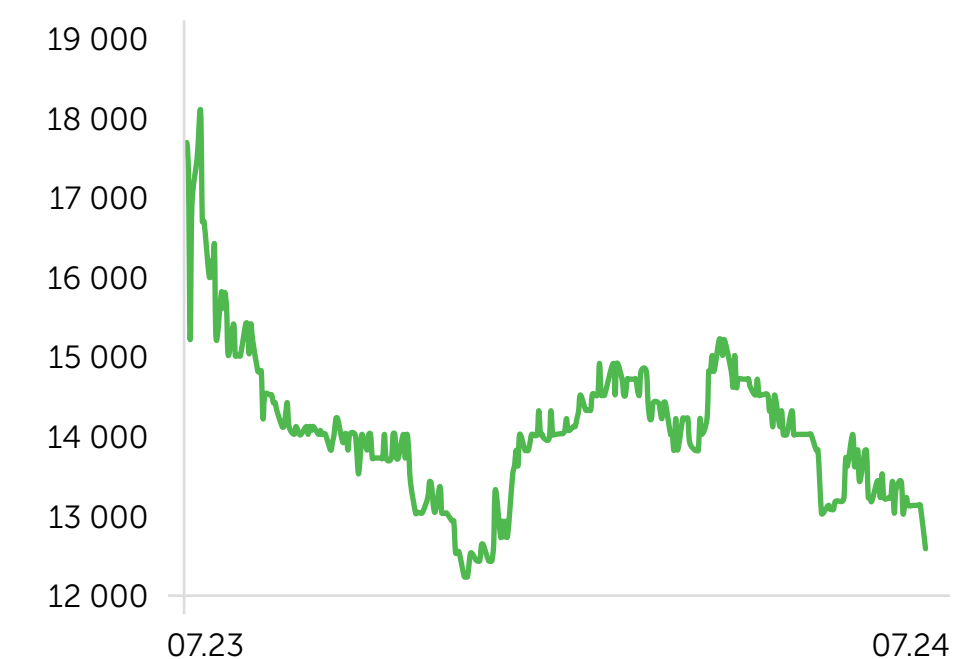
- С 17 июня по 1 июля акции АСВА Bank упали на 6,3%, отреагировав на снижение ставки ЦБ, которое негативно влияет на процентные доходы компании. Статистика подтверждает, что население по-прежнему предпочитает инвестировать в рынок недвижимости и альтернативные инструменты, а не в акции. Это негативно сказывается на фондовом рынке в целом. По данным за апрель, количество сделок с недвижимостью увеличилось на 26% г/г и на 3,8% м/м, продажи выросли на 16,4% г/г. Котировки Telecom Armenia скорректировались на 2,2% после ралли в начале июня, но остаются в тренде последних месяцев. На наш взгляд, показанная динамика не отражает существенного ухудшения настроений инвесторов в отношении этой компании.
- Индекс трехлетних корпоративных облигаций опустился еще на 0,24%, достигнув минимума с конца марта, но остается выше среднего уровня за последние 12 месяцев. Незначительное давление на индекс, на наш взгляд, оказало более существенное, чем ожидалось, ускорение инфляции в мае. Эта тенденция указывает на предстоящее уменьшение реальных доходностей долговых бумаг. Курс драма к доллару по-прежнему стабилен. В то же время экспорт опередил импорт по темпам роста как в мае, так и по итогам первых пяти месяцев 2024-го. Продолжение этого тренда будет способствовать укреплению национальной валюты и снижению ставки ЦБ.



Динамика акций Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



Новости экономики

- Данные оборота внешней торговли Армении за май зафиксировали ожидавшийся нами рост экспорта, опередивший темпы импорта, что позволяет рассчитывать на сокращение дефицита торгового баланса.
- Экономическая активность в мае увеличилась на 5,2% г/г после 10,4% г/г в апреле. В сопоставлении месяц к месяцу показатель поднялся на 2%. С января по май этот индикатор повысился на 11,2% г/г (январь-апрель: +13,2%). Показанные результаты не стали для рынка неожиданностью. Замедление деловой активности соответствующим образом скажется на темпах роста ВВП и будет способно несколько сдержать внутреннее потребление и импорт.
- Внешнеторговый оборот Армении за пять месяцев вырос в 2,2 раза г/г, до \$16,3 млрд. В мае показатель увеличился в 2,3 раза. Экспорт в том же месяце вырос почти в 2,6 раза г/г (+57,4% м/м), импорт увеличился примерно в 2,2 раза г/г (+43,1% м/м).
- По данным Всемирного банка, импорт драгоценных и полудрагоценных камней в Армению за апрель вырос в 20 раз. Объемы экспорта и реэкспорта увеличились в 10 раз, сформировав 82% всех поставок из республики (апрель 2023 года: 24%). Баланс чистого импорта в данной категории товаров в апреле составил около \$1 млрд (около 41% совокупного объема). Эта статистика отчасти объясняет ослабление драма, наблюдавшееся в конце апреля.
- Евразийский банк развития (ЕАБР) повысил прогноз роста экономики Армении с 5,7% до 7,5% в 2024 году, но понизил ориентир на 2025-й с 5,3% до 4,2%. Улучшение ожиданий обусловлено высокой деловой активностью, главным образом в ювелирной отрасли, а также усилением внутреннего спроса. ЕАБР также рассчитывает на снижение ставки рефинансирования ЦБ Армении с 8% до 7,5% на конец текущего года.

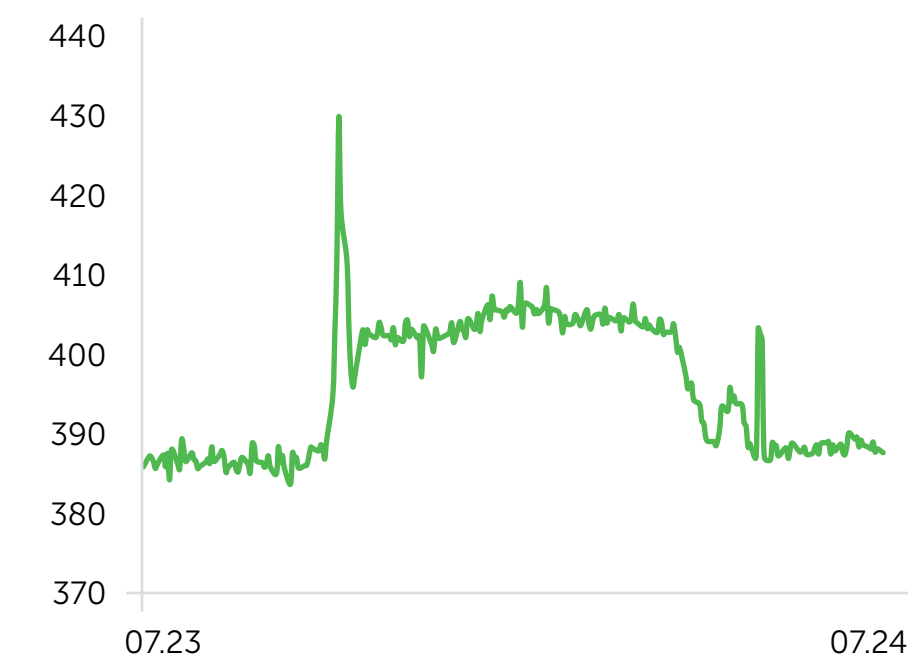
Новости компаний

- Formula VC инвестировала в стартап StarsHunt, который специализируется на разработке решений для подбора персонала с помощью интерактивных собеседований с использованием искусственного интеллекта.

Ожидания на предстоящие две недели

- В ближайшие две недели будут опубликованы данные ИПЦ за июнь (консенсус: +0,2%, май: +0,3% м/м) и индекс цен производителей. инфляция снизится в соответствии с прогнозами или больше, это даст основание ЦБ дополнительно снизить ключевую ставку.
- Статистика безработицы за первый квартал, как ожидается, зафиксирует ее повышение с 13,1% до 14%.

Динамика USD/AMD, 1 год



Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



Инвестиционный обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Покупатели взяли реванш

Коррекция начала лета на локальных фондовых площадках Эмиратов сменилась уверенным ростом

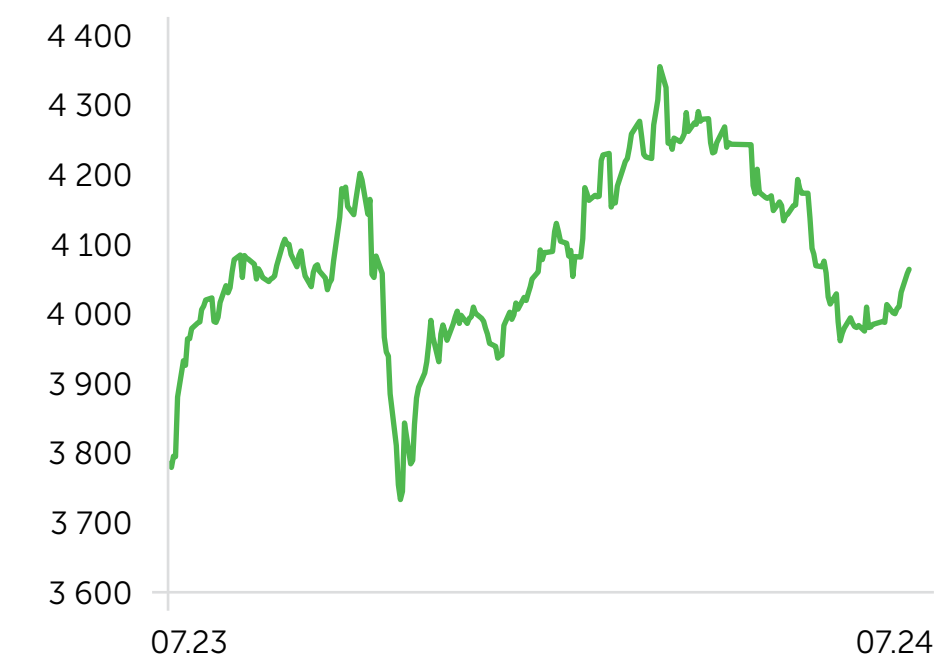
- С 18 июня по 2 июля индекс Dubai Financial Market (DFM) General в рамках восстановительного ралли поднялся на 1,99%, а S&P/Нawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) вырос на 1,97%. Поддержку позитивной динамике на фондовых площадках ОАЭ оказало повышение цен на нефть марки Brent за указанный период на 4,56%, до \$86,21 за баррель. Этот рост мы объясняем влиянием сезонных факторов и сохранением геополитической неопределенности на Ближнем Востоке, в частности боевыми действиями Израиля в Ливане.
- Около 56% акций локального рынка за последние две недели демонстрировали позитивную динамику, в среднем прибавив 3,7%. Среднее снижение еще 35% компаний составило 2,53%, около 9% входящих в основные фондовые индексы эмитентов консолидировались около нуля. В лидеры роста на заявлении менеджмента об увеличении обязательств по устойчивому финансированию на 80% по сравнению с 2021

годом вышел First Abu Dhabi Bank PJSC (FAB-AE) (+8,81%). Также значительно лучше рынка выглядел застройщик Emaar Development PJSC (EMAARDEV-AE), акции которого прибавили 8,76% на фоне оптимистичных прогнозов выручки. Компания реинвестирует значительную часть чистой прибыли в органический рост, что позитивно воспринимается инвестсообществом. Список аутсайдеров представлен телекомом Al Yah Satellite Communications Co PJSC (YAHSAT-AE), акции которого упали на 6,48%, и девелопером RAK Properties PJSC (RAKPROP-AE), чьи котировки просели на 6,09%.

- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, опустился на 4 б.п., до 5%, на фоне публикации данных PCE в США за май, зафиксировавших замедление инфляции. Это усиливает уверенность участников рынка в том, что в сентябре ФРС перейдет к смягчению монетарных условий.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год



Новости экономики

- По данным ведущего брокера недвижимости в Дубае haus & haus, объем продаж недвижимости в эмирате за первое полугодие вырос на 30% г/г. Количество сделок с недвижимостью увеличивается в соответствии с прогнозируемым повышением численности населения. Аналитики брокера отмечают переход рынка недвижимости ОАЭ в более зрелую стадию развития и прогнозируют средний рост цен в секторе по итогам года около 7%, главным образом за счет усиления спроса на жилье для семей.
- По данным информационного агентства Arab News, в первом квартале совокупный кредитный баланс в деловом и промышленном секторах ОАЭ увеличился на 2,1% г/г, до 757,4 млрд дирхамов (примерно \$206,2 млрд). Эту динамику обеспечили банки, одоббившие порядка 90% совокупного количества выданных займов. Прогнозы предполагают дальнейший рост объемов кредитования промышленности, которая значительно опережает по темпам увеличения ВВП Эмиратов. Напомним, что за 2023 год этот сектор экономики вырос на 9% г/г.

Новости компаний

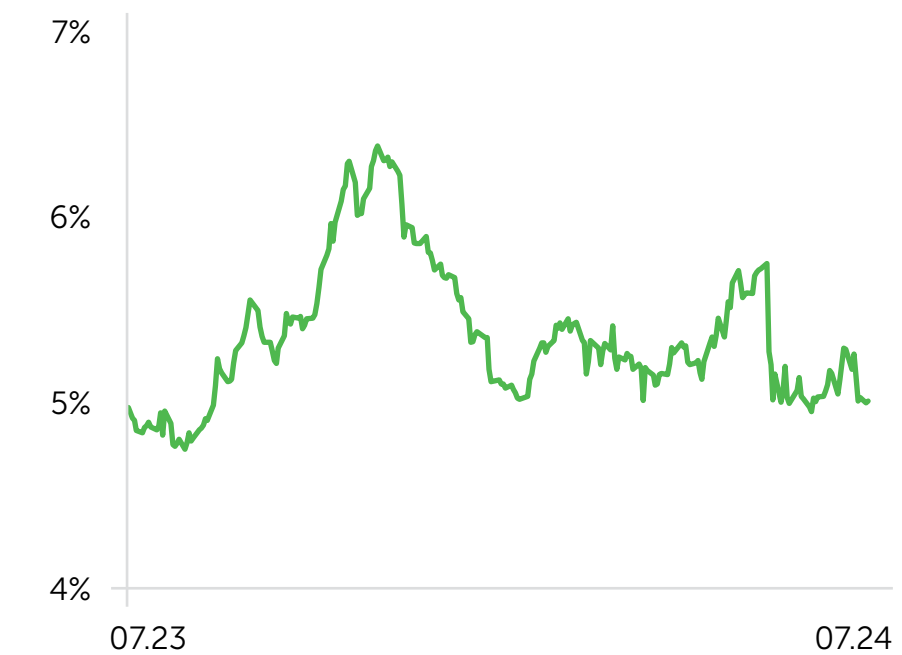
- По данным IBS Intelligence, банк Mashreq одним из первых в ОАЭ запустил сервис мгновенных платежей с поддержкой API для институциональных и корпоративных клиентов. Этот сервис интегрирован в платформу мгновенных платежей (IPP) Центрального банка страны. Менеджмент финансовой компании рассчитывает на значительный рост сегмента электронной коммерции.

Ожидания на предстоящие две недели

- Стоимость сырья, в частности нефти, остается главным катализатором для финансовых рынков стран Персидского залива. Цены на WTI поднялись на 7,6% с начала июня по 2 июля, поэтому мы ожидаем бокового либо коррекционного движения цен до середины текущего месяца. Движения котировок на фондовых площадках ОАЭ будут зависеть от развития ситуации на северной границе Израиля. Расширение боевых действий против Хезболлы в Ливане окажет поддержку ценам на нефть. Снижение напряженности в регионе значительно уменьшит геополитический риск и соответствующие премии к рыночным ценам. Наиболее вероятным сценарием на ближайшие две недели считаем коррекцию на фондовых площадках ОАЭ.



Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Нефть Марки Brent, 1 год



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 2024

ffin.global



Новости Freedom Holding Corp.



Freedom Holding и Министерство просвещения создадут единую образовательную платформу

19 июня в Astana Hub состоялось подписание меморандума о взаимном сотрудничестве по развитию единой национальной образовательной платформы между Министерством просвещения Республики Казахстан и Freedom Holding Corp.

Стороны намерены провести работу по предоставлению бесплатного доступа организациям дошкольного, начального, основного среднего, общего среднего, дополнительного, специального, а также технического и профессионального образования ко всем необходимым цифровым образовательным решениям.

Президент Республики Казахстан Касым-Жомарт Токаев поручил разработку единой образовательной онлайн-платформы со всем необходимым функционалом для обеспечения полноценного учебного процесса. Это поручение будет реализовано Министерством просвещения РК при поддержке Freedom Holding Corp. и участии компании Bilim Corporation.

Участники соглашения определили параметры разъяснительной работы по применению единой национальной образовательной платформы для учебных заведений разного уровня, договорились о реализации совместных проектов, проведении конференций и семинаров. Кроме того, участники обсудили важность качества и доступности онлайн-обучения.

S&P Global Ratings улучшило прогноз для «дочек» Freedom Holding Corp

Международное агентство S&P Global Ratings изменило прогнозы по рейтингам АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Europe Ltd, Freedom Finance Global PLC и АО «Фридом Банк Казахстан» с «негативного» на «положительный» и подтвердило долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги на уровне «В/В». Прогноз долгосрочного кредитного рейтинга Freedom Holding Corp. пересмотрен с «негативного» на «стабильный», рейтинг подтвержден на уровне «В-». Рейтинги АО «Фридом Финанс» и АО «Фридом Банк Казахстан» по национальной шкале повышены до «kzBBB-».

Аналитики S&P Global отметили постепенное совершенствование системы управления рисками и показателей капитализации группы Freedom, указав на ослабление экономических рисков и улучшение банковского надзора в Казахстане, которые могут поддержать развитие бизнеса группы в ближайшие 12 месяцев.

«Мы ожидаем, что Freedom сохранит высокую прибыль в 2024–2025 годах, чему будет способствовать диверсификация доходов за счет наращивания объемов банковской и страховой деятельности в Казахстане. Среднее с марта 2022-го по март 2024-го отношение основной прибыли к активам, взвешенным S&P Global Ratings с учетом риска, оставалось около 3,4%, что является высоким показателем в международном контексте. В 2023 году группа Freedom приступила к созданию консолидированной системы управления рисками. Отдел по управлению рисками, комплаенсу и правовым вопросам возглавили новые руководители. Состав совета директоров был расширен с шести до семи человек, четыре директора являются независимыми и имеют международный опыт», — констатируется в отчете S&P Global Ratings.

Агентство может повысить рейтинги операционных дочерних компаний группы Freedom в ближайшие 12 месяцев при условии продолжения работы по развитию общей системы управления рисками и комплаенса и поддержания сильного уровня капитализации группы.



Инвестиционный
обзор №298

5 июля 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 №298

5 июля 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.